

Members โดย Local Members คือสมาชิกที่ทำการซื้อขายเพื่อตัวเอง ส่วน Trading Members คือ สมาชิกที่ทำการซื้อขายให้กับทั้งตนเองและลูกค้า⁴¹

สาเหตุของการที่ตลาด KLOFFE มีปริมาณการซื้อขายที่ไม่มากนักในช่วง 9 เดือนแรก⁴² ของการก่อตั้ง ได้แก่

1. ความแปรปรวนที่ลดลงของ Underlying Market (ใน main board)
2. การเพิ่มขึ้นของความสนใจในเชิงเก็งกำไรของ secondary board ของ Kuala Lumpur Stock Exchange
3. ความเข้าใจเกี่ยวกับสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้นของนักลงทุนรายย่อยมีไม่มาก
4. ไม่มีการเข้าร่วมของสถาบันการเงินในมาเลเซีย เนื่องจากการขาดความรู้ความเข้าใจ การมีข้อห้ามของทางการในการเข้าร่วม และความหวาดกลัวว่าจะมีเหตุการณ์เช่นกรณี Barings เกิดขึ้นอีก
5. ข้อห้ามในการให้ข้อมูลทางด้านตลาดของ KLOFFE แก่ผู้ที่มีความเป็นไปได้ที่จะมีส่วนร่วม โดยเฉพาะอย่างยิ่งผู้ที่อยู่ในตลาดซื้อขายทันที
6. การที่ KLOFFE มีสินค้าเพียงอย่างเดียวคือสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้น ถ้าหากมีสินค้าอย่างอื่นที่เกี่ยวข้อง เช่น Options ของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้นจะทำให้มีผู้เข้าร่วมซื้อขายมากขึ้น

จากการสัมภาษณ์ Mr. John Duggan: Chief Operating Officer ของ KLOFFE เมื่อเดือนกรกฎาคม พ.ศ.2541 พบว่าปัญหาเรื่องการไม่มีการเข้าร่วมของสถาบันการเงินในมาเลเซียก็ยังเป็นปัญหาสำคัญ จากสัดส่วนของผู้ที่ซื้อขายในตลาด⁴³ เมื่อปี พ.ศ.2541 พบว่าสถาบันการเงินต่างประเทศมีสัดส่วนร้อยละ 50 ขณะที่สถาบันการเงินในประเทศมีสัดส่วนเพียงร้อยละ 1 เท่านั้น การเข้าร่วมซื้อขายในตลาดซื้อขายล่วงหน้าของสถาบันการเงินภายในประเทศและกองทุนรวมต่างๆที่เข้ามาใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้าเพื่อประกันความเสี่ยงเป็นสิ่งสำคัญที่จะทำให้ปริมาณการซื้อขายในตลาดซื้อขายล่วงหน้ามีมากขึ้น

KLOFFE มีโครงการให้การศึกษาต่อสาธารณชนอย่างต่อเนื่องเพื่อให้เกิดความเข้าใจในการใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้าเพื่อประกันความเสี่ยงและเก็งกำไร แต่ข้อคิดข้อหนึ่งที่ได้จากการสัมภาษณ์ Mr. John Duggan ก็คือ การที่สัญญาซื้อขายล่วงหน้าจะมีสภาพ

⁴¹ A Solid Foundation with KLOFFE, The Kuala Lumpur Options and Financial Futures.

⁴² Duggan, John A., Editorial, KLOFFE Newsletter, October 1998.

⁴³ KLOFFE Newsletter, March 1998.

ต้องเป็นที่น่าสนใจเป็นเรื่องที่ใช้เวลา ดังจะเห็นได้จาก KLOFFE ใช้เวลาถึง 1 ปีครึ่งในการที่จะทำให้ปริมาณการซื้อขายของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเกิน 3,000 สัญญาต่อเดือน⁴⁴

ในระยะแรกก่อนที่จะมีการก่อตั้ง KLOFFE มีบริษัทเอกชน 4 บริษัทได้ร่วมกันเป็นผู้ถือหุ้น และได้รับใบอนุญาตในการจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินจากรัฐบาลเมื่อปี ค.ศ.1990-1991 ระหว่างปี ค.ศ.1991-1994 KLOFFE ได้พัฒนาระบบและสัญญาซื้อขายล่วงหน้ารวมทั้งจ้างบริษัทที่ปรึกษาเกี่ยวกับการวางระบบ หลังจากนั้นในเดือนธันวาคม ค.ศ.1994 มีการตั้งคณะกรรมการบริหาร KLOFFE และวางระเบียบกฎเกณฑ์ต่างๆของตลาดซื้อขายล่วงหน้า ตลอดจนระเบียบเกี่ยวกับสมาชิก โครงสร้างของสำนักหักบัญชี ตลอดจนข้อบังคับและการดำเนินงานของสำนักหักบัญชี มีการตัดสินใจขั้นสุดท้ายเกี่ยวกับลักษณะต่างๆของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า มีการเตรียมความพร้อมในแง่ของการให้การศึกษา และการติดต่อกับองค์กรกำกับดูแล ในที่สุดได้มีการเปิดการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้นเมื่อเดือนธันวาคม ค.ศ.1995

ปัญหาสำคัญของ KLOFFE อีกประการคือการแข่งขันกับ SIMEX ในอนาคต การที่ SIMEX มีการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้นของมาเลเซียอาจทำให้สภาพคล่องของตลาดซื้อขายล่วงหน้า KLOFFE เพิ่มขึ้นยาก Mr.John Duggan เสนอว่ามีประเด็นที่ต้องคำนึงถึงในการเพิ่มสภาพคล่อง 5 ประเด็น คือ

1. ประกันว่า KLOFFE เป็นตลาดซื้อขายล่วงหน้าที่มีความเป็นมืออาชีพ และมีประสิทธิภาพ ซึ่งจะต้องเน้นที่การกำกับดูแลใน 3 ส่วน คือ ในส่วนของตลาดซื้อขายล่วงหน้า ในส่วนของสำนักหักบัญชี และในส่วนของ Securities Commission
2. ต้นทุนในการซื้อขายจะต้องต่ำลง ขณะนี้ต้นทุน Round Trip ในการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า 1 สัญญาเท่ากับ 20 ริงกิต ซึ่งยังเป็นต้นทุนที่สูงเกินไป
3. จะต้องพัฒนาให้ KLOFFE เป็น one-stop shop คือมีทั้งสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้น สัญญา Options ดัชนีหุ้น และสัญญา Options ของหุ้น
4. ต้องพัฒนาให้สถาบันการเงินในมาเลเซียมีความกระตือรือร้นในการเข้าร่วมการซื้อขายในตลาดซื้อขายล่วงหน้า
5. จะต้องส่งเสริมให้มีการร่วมมือกันในระหว่างภูมิภาค ในประเด็นนี้ Mr.John Duggan ไม่ค่อยแน่ใจนักว่า SIMEX จะยินดีร่วมมือเพียงใด เนื่องจากขณะนี้มีการแข่งขันกันระหว่างตลาดซื้อขายล่วงหน้าทั้ง 2 แห่ง โดยเฉพาะอย่างยิ่งการที่ SIMEX จะทำการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า DJGI Malaysia Index ในเดือนพฤศจิกายน พ.ศ.2541

4.2.1.2 Malaysia Monetary Exchange (MME)

ได้มีการก่อตั้ง Malaysia Monetary Exchange เมื่อวันที่ 19 สิงหาคม ปี พ.ศ.2535⁴⁵ โดยเป็น Subsidiary ของ Kuala Lumpur Commodity Exchange (KLCE) ซึ่งมีสัญญาซื้อขายล่วงหน้าน้ำมันปาล์ม องค์การที่กำกับดูแล MME คือ Securities Commission MME อยู่ภายใต้กฎหมาย Futures Industry Act ปี 1993 เช่นเดียวกับ KLOFFE การซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า KLIBOR ชนิด 3 เดือน ซึ่งเป็นสัญญาซื้อขายล่วงหน้าอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นเริ่มขึ้นเมื่อเดือนพฤษภาคม ปี พ.ศ.2539 โดยมีจุดมุ่งหมายเพื่อเป็นเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น ระบบการซื้อขายที่ MME คือ ระบบ Open Outcry

KLIBOR ย่อมาจาก Kuala Lumpur Interbank Offered Rate เป็นอัตราดอกเบี้ยของการกู้ยืมเงินในตลาด interbank ธนาคารบางแห่งใช้ KLIBOR เป็นอัตราดอกเบี้ย benchmark ในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยของการให้กู้ต่อบริษัท ขนาดของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า KLIBOR เท่ากับ 1,000,000 ringgit และไม่มีการกำหนดขีดจำกัดของการเปลี่ยนแปลงของราคาในแต่ละวัน (Daily Price Limit) เนื่องจากเท่าที่ผ่านมากความแปรปรวนของราคาในแต่ละวันอยู่ในระดับไม่เกินร้อยละ 1 ทาง MME ได้กำหนดทั้ง Reportable Position และ Speculation Position Limit โดยที่ Reportable Position กำหนดว่าถ้าผู้ใดมีฐานะของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าไม่ว่าจะเป็นฐานะซื้อหรือฐานะขายเกิน 100 สัญญาจะต้องรายงานให้ตลาดซื้อขายล่วงหน้าทราบ ส่วน Speculation Position Limit คือ ระดับสูงสุดของฐานะซื้อหรือขายสุทธิสำหรับผู้เก็งกำไรซึ่งกำหนดไว้ไม่เกิน 2000 สัญญา

ขณะนี้ได้มีการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า KLIBOR มาเป็นเวลา 2 ปีเศษ ในช่วงกลางปี พ.ศ.2540 ได้เกิดวิกฤติเศรษฐกิจในเอเชียตะวันออกโดยเริ่มจากประเทศไทย วิกฤติเศรษฐกิจครั้งนี้กระทบต่อสัญญาซื้อขายล่วงหน้า KLIBOR ด้วย โดยอัตราดอกเบี้ย KLIBOR ชนิด 3 เดือน เพิ่มจากร้อยละ 7.5 ในเดือนพฤษภาคม พ.ศ.2540 เป็นร้อยละ 15 ในเดือนกรกฎาคม พ.ศ.2540 และอยู่ในระดับร้อยละ 11 ในเดือนมิถุนายน พ.ศ.2541⁴⁶ ในการใช้เครื่องมือของนโยบายการเงิน ธนาคารกลางของมาเลเซีย (Bank Negara Malaysia) กำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยเพื่อช่วยเหลือภาคธุรกิจเมื่อเดือนสิงหาคม พ.ศ.2540 ซึ่งการกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยนี้มีผลกระทบต่อบริมาณการซื้อขายของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า KLIBOR อย่างมาก กล่าวคือ เมื่อธุรกิจเชื่อว่าการที่รัฐบาลกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยไว้เช่นนี้เป็นสภาพที่จะดำรงอยู่ในระยะหนึ่งซึ่งอาจจะไม่ใช่ระยะที่สั้นนัก การประกันความเสี่ยงจากความแปรปรวน

⁴⁵ MME KLIBOR เดิมทีเรียกว่า Malaysia Monetary Exchange

⁴⁶ Malaysia Monetary Exchange Update, June 1998.

ของอัตราดอกเบี้ยก็มีไว้สิ่งจำเป็น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในสถานการณ์ที่ความเข้าใจเกี่ยวกับการประกันความเสี่ยงมีไปมากนัก และยังมีต้นทุนอื่นๆที่อาจเกิดขึ้นจากการประกันความเสี่ยง จากการสัมภาษณ์ผู้บริหารระดับสูงของ MME เจ้าหน้าที่เหล่านั้นมีความเห็นว่านโยบายของธนาคารกลางเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยมีผลกระทบอย่างมากต่อปริมาณการซื้อขายในตลาดซื้อขายล่วงหน้า หลังจากการกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยเมื่อเดือนสิงหาคม พ.ศ.2540 ปริมาณการซื้อขายของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า KLIBOR ลดลงเกือบร้อยละ 50 ตามข้อมูลในตารางที่ 4.3 ที่แสดงถึงปริมาณการซื้อขายของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า KLIBOR ตั้งแต่เริ่มก่อตั้ง

ในด้านผู้ซื้อขายในตลาด MME พบว่าร้อยละ 75 ของการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า KLIBOR มาจากธนาคาร ร้อยละ 20 มาจากสมาชิกประเภท locals และร้อยละ 5 มาจากลูกค้ารายย่อย⁴⁷ ซึ่งหมายถึงการที่ธนาคารพาณิชย์คือสถาบันหลักที่ใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้า KLIBOR ในการประกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย

4.2.1.3 สำนักหักบัญชี⁴⁸

ได้มีการก่อตั้ง Malaysian Derivatives Clearing House (MDCH) เพื่อหักบัญชีของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้นเมื่อเดือนธันวาคม พ.ศ.2538 และหักบัญชีของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าอัตราดอกเบี้ยเมื่อเดือนพฤษภาคม พ.ศ.2539 ในเดือนพฤศจิกายน พ.ศ.2540 MDCH รวมกับ Malaysian Futures Clearing Corporation ซึ่งเป็นสำนักหักบัญชีของตลาดซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตร (Kuala Lumpur Commodity Exchange) สมาชิกของ MDCH ต้องปฏิบัติตามกฎของตลาดซื้อขายล่วงหน้า ในขณะที่ตลาดซื้อขายล่วงหน้าและสำนักหักบัญชีต้องรับผิดชอบเรื่อง Market Integrity

⁴⁷ Catalyst Institute, Second Quarter 1997.

⁴⁸ MDCH : An Overview, Malaysian Derivatives Clearing House.

ตารางที่ 4.3
ปริมาณการซื้อขายของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า KLIBOR

ปี พ.ศ.2539	จำนวนสัญญา	ปี พ.ศ.2540	จำนวนสัญญา	ปี พ.ศ.2541	จำนวนสัญญา
		มกราคม	5,464	มกราคม	2,482
		กุมภาพันธ์	3,476	กุมภาพันธ์	2,741
		มีนาคม	8,406	มีนาคม	2,873
		เมษายน	5,052	เมษายน	1,783
พฤษภาคม	2,591	พฤษภาคม	7,263	พฤษภาคม	1,944
มิถุนายน	8,181	มิถุนายน	10,520		
กรกฎาคม	5,084	กรกฎาคม	13,883		
สิงหาคม	7,185	สิงหาคม	7,505		
กันยายน	2,994	กันยายน	5,637		
ตุลาคม	7,120	ตุลาคม	5,218		
พฤศจิกายน	6,080	พฤศจิกายน	2,752		
ธันวาคม	3,698	ธันวาคม	1,196		

ปริมาณการซื้อขายรวมตั้งแต่เดือนพฤษภาคม พ.ศ.2539 จนถึงเดือนพฤษภาคม พ.ศ.2541 เท่ากับ 129,138 สัญญา

แหล่งที่มา: Malaysia Monetary Exchange Update, June 1998

การที่มีสำนักหักบัญชีแห่งเดียวที่หักบัญชีของการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าในมาเลเซียทั้ง 3 ชนิด มีข้อดีคือ

1. ทำให้มีการรวมศูนย์กิจการเกี่ยวกับการประกันความเสี่ยงของตราสารอนุพันธ์ที่ซื้อขายในตลาดซื้อขายล่วงหน้า
2. ลดต้นทุนในการปิดสถานะสัญญาซื้อขายล่วงหน้า
3. มีการจัดการเกี่ยวกับการจ่ายและรับเงินตราอย่างมีประสิทธิภาพสำหรับ multilateral payment obligations
4. มีข้อกำหนดเกี่ยวกับการเป็นสมาชิก และการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ที่เหมือนกันสำหรับสมาชิกของตลาดซื้อขายล่วงหน้าทั้งหมด
5. ลดต้นทุนในการดำเนินงานของ MDCM และ สมาชิก

MDCH เป็น counterparty ของสมาชิกที่เป็น clearing members หมายถึง MDCH เป็นผู้ซื้อของสมาชิกที่ต้องการขาย และเป็นผู้ขายของสมาชิกที่ต้องการซื้อ ตัวอย่างคือ แทนที่จะเป็น ก. ขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า 1 สัญญาให้ ข. แต่จะเป็น ก. ขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า 1 สัญญาให้ MDCH และ ข. จะซื้อสัญญาซื้อขายล่วงหน้า 1 สัญญาจาก MDCH นี่คือบทบาทในการเป็น counterparty ของสำนักหักบัญชี ซึ่งเป็นสิ่งที่ปฏิบัติกันในตลาดซื้อขายล่วงหน้าทั่วโลก

การบริหารความเสี่ยงที่เกี่ยวกับการไม่ปฏิบัติตามสัญญา มีเป้าหมาย 2 ประการ คือ

1. เพื่อลดความเสี่ยงของการที่สมาชิกจะไม่ปฏิบัติตามสัญญา (Default Risk)
2. ถ้าหากมีการไม่ปฏิบัติตามสัญญาของสมาชิกรายใด จะต้องไม่ก่อให้เกิด Financial Collapse ของสมาชิกรายอื่น หรือก่อความเสียหายต่อระบบ

ดังนั้น MDCH จึงใช้หลักการเช่นเดียวกับสำนักหักบัญชีทั่วโลก เช่น การกำหนดมาตรฐานของสมาชิก การกำหนด margin และ mark-to-market การกำหนดระบบในการจ่าย-รับเงิน โครงการในการตรวจบัญชีและ Compliance ตลอดจนแผนในการจัดการกับกรณีที่สมาชิกไม่ปฏิบัติตามสัญญาหรือเหตุการณ์ฉุกเฉินอื่นๆ

4.2.2 โครงสร้างของการกำกับดูแล

Securities Commission กำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้าโดยผ่านกฎหมายชื่อว่า Futures Industry Act 1993 โดย Securities Commission กำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้าทั้ง 3 แห่ง คือ KLOFFE ที่ซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้น MME ที่ซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น และ KLCE ที่ซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าน้ำมันปาล์ม นอกจากนี้ Securities Commission ยังต้องกำกับดูแลสำนักหักบัญชีซึ่งคือ MDCH และกำกับดูแลกิจกรรมของ market intermediaries โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเรื่องของการออกใบอนุญาต ข้อปฏิบัติในด้านการซื้อขาย และการปกป้องผู้ลงทุน ในอดีตการกำกับดูแล KLCE ซึ่งเป็นตลาดซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตรเป็นหน้าที่ของ Commodities Trading Commission ภายใต้กฎหมาย Commodities Trading Act 1985 แต่ในกฎหมาย Futures Industry Act 1993 ได้ให้อำนาจ Securities Commission ในการกำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตรแทน Commodities Trading Commission และมีการยุบ Commodities Trading Commission เมื่อเดือนเมษายน 1997 ดังนั้นเมื่อมีองค์กรกำกับดูแลองค์กรเดียวภายใต้กฎหมายฉบับเดียว จึงเป็นจุดเริ่มต้นที่เกิดแนวคิดที่ว่าสำนักหักบัญชีหรือแม้แต่ตลาดซื้อขายล่วงหน้าน่าจะมีแห่งเดียว ดังนั้นจึงเกิดการรวมกันของสำนักหักบัญชีเมื่อเดือนพฤศจิกายน พ.ศ.2540 การรวมตัวกันของ MME และ KLCE ในปี พ.ศ.2541 และการรวมตัวของ KLOFFE กับ Kuala Lumpur Stock Exchange ในปีเดียวกัน

4.2.3 บทเรียนจากตลาดซื้อขายล่วงหน้าของมาเลเซีย

จะเห็นได้ว่ามาเลเซียเริ่มจากตลาดซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตรก่อนในทศวรรษที่ 1980 หลังจากนั้น จึงมีการตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินอีก 2 แห่ง ทำไมจึงมีการจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินถึง 2 แห่ง คำตอบก็คือ ด้วยสาเหตุทางการเมือง มีกลุ่มบุคคล 2 กลุ่มที่ต้องการจะตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินขึ้น กลุ่มแรกคือกลุ่มที่จัดตั้ง MME ซึ่งเป็นกลุ่มเดียวกับที่จัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตร KLCE กลุ่มที่ 2 คือกลุ่มใหม่ที่ประกอบด้วย 4 บริษัทที่ต้องการจะตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินเช่นกัน รัฐบาลได้อนุมัติให้ทั้ง 2 กลุ่มตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินขึ้นมาได้ ในด้านสำนักหักบัญชีก็มี 2 แห่ง แห่งหนึ่งตั้งขึ้นเพื่อหักบัญชีของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตร อีกแห่งหนึ่งตั้งขึ้นเพื่อหักบัญชีของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน

การที่มาเลเซียจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตรก่อนที่จะมีตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินมีสาเหตุเนื่องมาจากในทศวรรษที่ 1980 ความต้องการในการใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินเพื่อประกันความเสี่ยงยังมีไม่มาก หลังจากนั้นได้มีตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน 2 แห่งเกิดขึ้นตามมา แต่ปัจจุบันนี้ตลาดซื้อขายล่วงหน้าในมาเลเซียมีเพียง 2 แห่ง และจากการสัมภาษณ์ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาดพบว่า มีแนวโน้มของการรวมกันเป็นตลาดซื้อขายล่วงหน้าแห่งเดียว จากกฎหมาย 2 ฉบับในการกำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้าและองค์กรกำกับดูแล 2 องค์กรก็เหลือเพียงกฎหมายฉบับเดียวและองค์กรกำกับดูแลองค์กรเดียว ซึ่งคาดว่าจะทำให้ระบบมีประสิทธิภาพมากขึ้นและต้นทุนในการดำเนินงานตลอดจนต้นทุนในการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าลดลง การที่มีตลาดซื้อขายล่วงหน้า 3 แห่งและมีสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเพียง 3 สัญญาแสดงถึงการขาดประสิทธิภาพทางเศรษฐกิจ เนื่องจากการใช้ทรัพยากรอย่างฟุ่มเฟือยเมื่อเปรียบเทียบกับกรณีที่มีตลาดซื้อขายล่วงหน้าเพียงตลาดเดียวและทำการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าหลายชนิด

อีกประเด็นหนึ่งที่ผู้วิจัยอยากจะกล่าวถึงก็คือ ตลาดซื้อขายล่วงหน้าจะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางเศรษฐกิจของประเทศอย่างแน่นอนดังจะเห็นได้จากการที่นายกรัฐมนตรีมหาธีร์ของมาเลเซียได้ใช้นโยบายควบคุมเงินตราอย่างเข้มงวด โดยห้ามการนำเข้าหรือส่งเงินริงกิตออกนอกประเทศยกเว้นในบางกรณี ห้ามการซื้อขาย Ringgit Instruments ระหว่างธนาคาร offshore และไม่ให้อาบันการเงินในประเทศมาเลเซียปล่อยสินเชื่อที่เป็นเงินริงกิตต่อธนาคารและบริษัทหลักทรัพย์ต่างชาติ ยิ่งไปกว่านั้นยังให้นำเงินริงกิตที่อยู่นอกประเทศทั้งหมดกลับมาแลกคืนเป็นเงินตราต่างประเทศภายในสิ้นเดือนกันยายน พ.ศ.2541⁴⁹

มาตรการเหล่านี้เพิ่งประกาศใช้เมื่อวันที่ 1 กันยายน พ.ศ.2541 จึงยังไม่สามารถคาดการณ์ได้อย่างแน่ชัดถึงผลกระทบต่อตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน อย่างไรก็ตามเนื้อหาของ

⁴⁹ Financial Times, September 2nd, 1998

มาตรการคือการควบคุมเงินทุนไหลเข้าและออกจากประเทศ ถ้าหากในขณะเดียวกันมาเลเซียมี
มาตรการปฏิรูปภาคการเงินและแก้ไขปัญหาหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (Non-Performing Loans)
อย่างได้ผล ทั้งสามารถใช้นโยบายการคลังและการเงินกระตุ้นเศรษฐกิจให้ขยายตัวได้ พร้อมกับ
ประกาศว่า การใช้มาตรการควบคุมเงินทุนไหลเข้าและออกจากประเทศเป็นมาตรการชั่วคราว
ผลกระทบต่อตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในทางลบก็จะเป็นผลระยะสั้น

บทที่ 5

การจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในประเทศไทย

ในบทนี้ผู้วิจัยจะตอบปัญหาหลัก 3 ปัญหา คือ

- 5.1 ความจำเป็นของการมีตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในประเทศไทย
- 5.2 จุดอ่อนและจุดแข็งของตลาดการเงินไทยกับการมีตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน
- 5.3 ปัจจัยสำคัญที่ต้องคำนึงถึงในการจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน

5.1 ความจำเป็นของการมีตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในประเทศไทย

การมีตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในประเทศไทยเป็นสิ่งจำเป็น ธนาคาร บริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ กองทุนรวม บริษัทต่างๆ ตลอดจนประชาชนทั่วไปต่างมีความเสี่ยงที่เรียกว่า Pre-Existing Risks อยู่แล้ว ตัวอย่างเช่น ธนาคารมีความเสี่ยงเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยน บริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ และกองทุนรวมมีความเสี่ยงด้านอัตราดอกเบี้ยและดัชนีหุ้น บริษัทต่างๆมีความเสี่ยงทางด้านอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยน แม้แต่ประชาชนก็เผชิญกับความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ย หรืออัตราแลกเปลี่ยน ผู้ที่มีความเสี่ยงเหล่านี้สามารถใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้าเพื่อประกันความเสี่ยงของตน

จากรายงานเรื่อง Issues Concerning the Potential for Developing a Futures/Options Exchange for Thailand ของ Office of the Securities and Exchange Commission ที่จัดทำขึ้นเมื่อ พ.ศ.2537 ได้สรุปว่าตลาดที่มีการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าและสัญญา Options ที่ประสบความสำเร็จนั้นจะเป็นประโยชน์ต่อประเทศไทยดังนี้

1. ช่วยกระบวนการสะสมทุน และเสริมความสามารถของเศรษฐกิจไทยในการระดมการออมและนำเงินทุนนั้นไปใช้ให้เกิดประโยชน์สูงสุด
2. พัฒนาความสามารถในการแข่งขันของเศรษฐกิจไทย โดยเสริมสร้างกระบวนการค้นพบราคาที่เชื่อมตลาดการเงินให้ใกล้ชิดกันยิ่งขึ้น และลดความเป็นไปได้ของการมีอำนาจกำหนดราคาในตลาดอย่างไม่เหมาะสมโดยบริษัทหรือกลุ่มของบริษัท
3. เสริมสร้างระบบธนาคาร วานิชธนกิจ (Investment Banking) และระบบการเงิน โดยจัดให้มีเครื่องมือบริหารความเสี่ยงด้านต่างๆ
4. รักษาไว้และพัฒนาประเทศไทยให้เป็นที่ดึงดูดนักลงทุนต่างชาติ
5. สร้างการจ้างงานโดยตรงและเป็นการส่งเสริมให้มีการพัฒนาอุตสาหกรรมชนิดใหม่
6. เสริมสร้างและพัฒนาข้อมูลทางเศรษฐกิจและสถิติของประเทศไทยเพื่อให้ข้อมูลทางเศรษฐกิจที่จำเป็นต่อผู้ดำเนินนโยบาย

7. ขยายปริมาณของพนักงานที่มีการศึกษาสูง มีความสามารถทางคณิตศาสตร์และมีเทคโนโลยีสูง

ตลาดซื้อขายล่วงหน้าที่ประสบความสำเร็จจะก่อให้เกิดประโยชน์หลายประการดังกล่าวข้างต้น แต่คำว่า "ตลาดซื้อขายล่วงหน้าที่ประสบความสำเร็จ" นั้น เราจะวัดความสำเร็จจากอะไร ถ้าจะวัดความสำเร็จจากปริมาณการซื้อขายในตลาด เช่น ถ้ากำหนดว่าปริมาณการซื้อขายของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าใดมีถึงวันละ 5,000 สัญญา ถือว่าสัญญาซื้อขายล่วงหน้าประสบความสำเร็จ นั่นอาจจะเป็นตัวชี้วัดหนึ่งเท่านั้น ในตลาดที่เกิดขึ้นใหม่ เช่น มาเลเซีย สัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้นยังมียอดซื้อขายที่ไม่มากนัก ส่วนสัญญาซื้อขายล่วงหน้าอัตราดอกเบี้ยก็มียอดปริมาณการซื้อขายที่น้อยมาก (ดูรายละเอียดในบทที่ 4) แม้แต่ในตลาด SIMEX ซึ่งเป็นตลาดที่ค่อนข้างประสบความสำเร็จ พบว่ามีสัญญาซื้อขายล่วงหน้าหลายชนิดที่ SIMEX ต้องยุติการซื้อขายเนื่องจากปริมาณการซื้อขายแทบจะไม่มี เช่น สัญญาซื้อขายล่วงหน้าเงินตราต่างประเทศ เป็นต้น อาจพอสรุปได้ว่าไม่มีใครบอกได้ว่าสัญญาซื้อขายล่วงหน้าชนิดใดจะประสบความสำเร็จอย่างแน่นอน แต่สิ่งที่ทำได้คือเราสามารถศึกษาปัจจัยต่างๆที่จะทำให้สัญญาซื้อขายล่วงหน้าหรือตลาดซื้อขายล่วงหน้าเป็นที่นิยมได้ ตัวอย่างเช่นในงานของ Carlton (1984) เสนอว่าสาเหตุสำคัญในการที่สัญญาซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินจะเป็นที่นิยมได้แก่

1. ความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจ มูลค่าของการซื้อขายในตลาดทันที และจำนวนของผู้ที่อาจเข้าร่วมในตลาดซื้อขายล่วงหน้า
2. การกำกับดูแลและโครงสร้างของอุตสาหกรรม

ถ้ามีความไม่แน่นอนสูง ราคาสินค้ามีความแปรปรวน จะทำให้มีผู้ต้องการประกันความเสี่ยงเพิ่มขึ้น มูลค่าการซื้อขายในตลาดซื้อขายทันทีเป็นปัจจัยสำคัญอีกประการหนึ่ง เนื่องจากมูลค่าของการซื้อขายที่มากสะท้อนถึงจำนวนของผู้ซื้อและผู้ขายในตลาดซื้อขายทันที ซึ่งจะโยงต่อยอดถึงความเป็นไปได้ของการเข้าร่วมในตลาดซื้อขายล่วงหน้าเพื่อประกันความเสี่ยงของคนกลุ่มนี้

Carlton (1984) ยังพบว่าอัตราของการที่สัญญาซื้อขายล่วงหน้าจะล้มเหลว (หมายถึงยุติการซื้อขายเนื่องจากปริมาณการซื้อขายน้อยมากหรือเท่ากับศูนย์) มีสูงมาก ประมาณร้อยละ 16 ของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าทั้งหมดยุติการซื้อขายภายในปีแรก และร้อยละ 40 ยุติการซื้อขายภายในปีที่ 6

ในแง่ของการกำกับดูแล องค์การที่ทำหน้าที่กำกับดูแลจะต้องมีกฎระเบียบที่ชัดเจนและสามารถปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ที่ตั้งไว้ แม้แต่ในตลาดซื้อขายล่วงหน้าในประเทศสหรัฐที่มีประวัติความเป็นมายาวนานก็ยังคงมีการกำกับดูแลอย่างเข้มงวด ข้อสังเกตที่ได้จากการเปรียบเทียบตลาดซื้อขายล่วงหน้าในสหรัฐกับตลาดซื้อขายล่วงหน้าในมาเลเซียและสิงคโปร์ พบว่าในตลาดซื้อขายล่วงหน้าในสหรัฐ การกำกับดูแลจะเป็นหน้าที่ของทั้ง Commodity Futures Trading

Commission (CFTC) ตลาดซื้อขายล่วงหน้า และ National Futures Association (NFA) ซึ่ง 2 องค์การหลังเป็นองค์การกำกับดูแลตนเองของอุตสาหกรรม ในมาเลเซีย Securities Commission จะมีบทบาทมากในการกำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้า ส่วนในสิงคโปร์ Monetary Authority of Singapore จะมีบทบาทหลัก ขณะที่ไม่มีบทบาทของสมาคมในรูปแบบของ NFA

ในการสัมภาษณ์เจ้าหน้าที่ด้านการเงินของบริษัทใหญ่ๆบางแห่ง พบว่ายังมีความไม่เชื่อมั่นในการกำกับดูแลของ ก.ล.ด. โดยดูจากบทบาทของ ก.ล.ด. ในด้านการกำกับดูแลตลาดทุนในอดีต นอกจากนั้นยังมีความไม่เชื่อมั่นว่าตลาดซื้อขายล่วงหน้าจะสามารถทำหน้าที่ในการกำกับดูแลได้อย่างมีประสิทธิภาพ ดังนั้นทั้ง ก.ล.ด. และตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินที่จะตั้งขึ้นในอนาคตจะต้องสร้างความเชื่อถือในตัวตลาดและในตัวสินค้าให้เกิดขึ้น โดยที่จะต้องมีการตรวจสอบที่ทันกาลและมีบทลงโทษที่เหมาะสมกับความผิดในระดับต่างๆ

ในแง่ของโครงสร้างของอุตสาหกรรม ในประเทศสหรัฐมีการแข่งขันระหว่างตลาดซื้อขายล่วงหน้าหลายแห่ง ตลาดที่มีส่วนแบ่งสูงคือ Chicago Board of Trade และ Chicago Mercantile Exchange ในระยะหลังๆมีแนวโน้มของการรวมตัวกันของตลาดขนาดเล็กที่มีปริมาณการซื้อขายไม่มาก แต่ในประเทศเล็กๆ เช่น มาเลเซีย การมีตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน 2 แห่งกับตลาดซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตรฯ 1 แห่ง และแต่ละแห่งมีสัญญาซื้อขายล่วงหน้าอย่างละ 1 ชนิด นับเป็นการดำเนินการที่ไม่ประหยัด ก่อให้เกิดต้นทุนในการดำเนินงานทั้งของสังคมและเอกชนสูงเกินความจำเป็น ทั้งเป็นตัวอย่างที่เห็นได้ชัดถึงการดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจที่กำหนดโดยผลประโยชน์ของกลุ่มการเมือง แม้ทุกวันนี้จะมีการรวมตลาดซื้อขายล่วงหน้า คือ Kuala Lumpur Commodity Exchange รวมกับ Malaysia Monetary Exchange และ Kuala Lumpur Financial Futures Exchange รวมกับ Kuala Lumpur Stock Exchange ในปี พ.ศ.2541 แต่ก็มีต้นทุนของการรวมตัว ยิ่งไปกว่านั้นการที่แยกกันเป็น 3 ตลาดในช่วงที่ผ่านมาที่มีส่วนทำให้การพัฒนาของตลาดเป็นไปได้ช้า ยิ่งมาเผชิญกับวิกฤติเศรษฐกิจที่เริ่มเมื่อปี พ.ศ.2540 ยิ่งทำให้อนาคตของตลาดซื้อขายล่วงหน้ายังมีตมม

5.2 จุดอ่อนและจุดแข็งของตลาดการเงินไทยกับการมีตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน

ในส่วนนี้ผู้วิจัยจะวิเคราะห์ผลกระทบของวิกฤติเศรษฐกิจไทยต่อการจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน และความสัมพันธ์ระหว่างความแปรปรวนของราคาหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนกับความต้องการเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยงของสถาบันการเงินและธุรกิจเอกชน

5.2.1 ผลกระทบของวิกฤติเศรษฐกิจไทยต่อตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน

การประกาศเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากระบบคละค่าเงินมาเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวเมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม พ.ศ.2540 เป็นจุดเริ่มต้นของวิกฤติเศรษฐกิจที่แผ่ขยายไปยังประเทศต่างๆในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้และเอเชียตะวันออก มีผู้เรียกวิกฤติ

เศรษฐกิจของไทยว่า “ต้มยำกุ้ง Crisis” เนื่องจากมีลักษณะคล้ายกับ “Tequila Crisis” ของเม็กซิโกที่เกิดขึ้นเมื่อปี พ.ศ.2538 และแผ่ขยายไปทั่วโลก ในลำดับต่อไปผู้วิจัยจะกล่าวถึงสาเหตุสำคัญของการเกิดวิกฤติเศรษฐกิจในประเทศไทย

สาเหตุสำคัญประการแรกคือช่องว่างระหว่างการออมและการลงทุน หรือ Saving-Investment Gap ซึ่งหมายถึงการที่อัตราการลงทุนของประเทศสูงกว่าการออม การออมของไทยอยู่ในอัตราที่สูงเมื่อเทียบกับอัตราการออมของประเทศอื่นๆ ในปี พ.ศ.2538 อัตราการออมของประเทศไทยเท่ากับร้อยละ 35 ของผลผลิตมวลรวมประชาชาติ (GDP) ในขณะที่อัตราการลงทุนเท่ากับร้อยละ 41 ในช่วงปี พ.ศ.2529-2531 ช่องว่างระหว่างการออมและการลงทุนเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 0.9 เป็นร้อยละ 6.5 ในช่วงปี พ.ศ.2536-2538⁸⁰

จากการที่การออมภายในประเทศไม่เพียงพอ ทำให้ต้องมีการกู้เงินจากต่างประเทศเพื่อใช้ในการลงทุน การกู้เงินนี้มีทั้งการกู้เงินผ่านธนาคารพาณิชย์ และการกู้เงินโดยตรงจากต่างประเทศโดยบริษัทขนาดใหญ่ เงินกู้จะอยู่ในรูปของเงินตราต่างประเทศ จากตารางที่ 5.1 พบว่าหนี้ต่างประเทศส่วนใหญ่เป็นหนี้เอกชน เมื่อดูโครงสร้างหนี้จะพบว่าหนี้ของรัฐบาลส่วนใหญ่เป็นหนี้ระยะยาว ขณะที่หนี้ของเอกชนในปีพ.ศ.2538 หนี้ระยะสั้นมีปริมาณมากกว่าหนี้ระยะยาว แต่เมื่อถึงปีพ.ศ.2540 ปริมาณหนี้ระยะยาวมากกว่าหนี้ระยะสั้น

ตารางที่ 5.1
หนี้ต่างประเทศของไทย

ปี พ.ศ.	2538	2539	2540
หนี้ของภาครัฐบาล	16,402	16,805	17,166
ระยะยาว	16,317	16,751	17,146
ระยะสั้น	85	54	20
หนี้ของภาคเอกชน	66,166	73,731	67,323
ระยะยาว	26,155	36,172	37,410
ระยะสั้น	41,011	37,559	29,913

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

⁸⁰ Roong Pooayanonda (1995), Private Saving in Thailand: Determining Factors and Channels for Mobilization* Papers on Policy Analysis and Assessment, The Bank of Thailand, P.52-79.

ตารางที่ 5.2

หนี้ต่างประเทศของภาคเอกชนของไทยแยกตามประเภทของผู้กู้

(หน่วย: ล้านดอลลาร์สหรัฐ)

ปี พ.ศ.	2538	2539	2540
ธนาคารพาณิชย์	14,436	10,682	8,164
BIBF	27,503	31,187	30,079
องค์กรที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์	24,227	31,862	29,080

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

เมื่อพิจารณาตามประเภทของผู้กู้พบว่าในปี พ.ศ.2538 เงินกู้ที่ผ่าน BIBF (Bangkok International Banking Facilities) มีปริมาณมากที่สุด ขณะที่เงินกู้โดยตรงของบริษัทเอกชนมีจำนวนมากเป็นอันดับ 2 และเงินกู้ที่ผ่านธนาคารพาณิชย์มีปริมาณมากเป็นอันดับ 3 ในขณะที่ในปีพ.ศ.2540 หนี้ที่ผ่าน BIBF และหนี้ที่เอกชนก่อโดยตรงมีปริมาณเกือบเท่ากัน

การกู้เงินอย่างมากของเอกชนเกิดขึ้นเนื่องจากความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศและอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ โดยที่อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยในประเทศ สาเหตุอีกประการหนึ่งเกิดจากการที่รัฐบาลใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่และมีการคาดการณ์ว่าจะไม่มีการลดค่าของเงินบาท ดังนั้นภาคเอกชนจึงมีการกู้ยืมจำนวนมากซึ่งก่อให้เกิดภาระหนี้ต่างประเทศในระดับสูง ถ้าการลงทุนนั้นเป็นไปเพื่อการลงทุนในภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงที่มีศักยภาพในการแข่งขันกับต่างประเทศปัญหาก็คงไม่หนักหน่วงเช่นทุกวันนี้ แต่การลงทุนเหล่านั้นบางส่วนใช้ไปในกิจการที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้เป็นเงินตราต่างประเทศ แต่เป็นกิจการที่เก็งกำไร เช่น การลงทุนในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์และการลงทุนในตลาดหุ้น เป็นต้น การเก็งกำไรเหล่านี้ทำให้ราคาหุ้นและราคาที่ดินเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยเกิดสภาวะที่เรียกว่า Asset Price Bubbles หรือภาวะฟองสบู่ของราคาสินทรัพย์

สาเหตุประการที่สองคือการเปิดเสรีทางการเงินโดยมิได้มีการกำกับดูแลที่เหมาะสม การเปิดเสรีทางการเงินมีเป้าหมายเพื่อให้มีการแข่งขันกันระหว่างธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ อันจะทำให้ธุรกิจเอกชนมีต้นทุนในการกู้ยืมที่ต่ำลงซึ่งจะนำไปสู่การขยายตัวของเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม การเปิดเสรีทางการเงินจะต้องมีการกำกับดูแลและกฎเกณฑ์ที่เข้มงวดและมีมาตรฐาน

สาเหตุประการที่สามของวิกฤติเศรษฐกิจของไทยคือการผลิตที่ล้นเกิน (Over-capacity) และความสามารถในการแข่งขันที่ถดถอยของอุตสาหกรรมบางชนิด ประเทศไทยเคยได้ประโยชน์จากการที่มีแรงงานราคาถูกและที่ดินราคาต่ำ แต่หลังจากการลงทุนโดยตรงอย่างมาก

ตั้งแต่ปี พ.ศ.2531 จากประเทศญี่ปุ่นและประเทศอื่นๆ ค่าจ้างแรงงานและที่ดินได้ปรับตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ในการผลิตสินค้าบางชนิด เช่น ผลิตภัณฑ์สิ่งทอ ไทยไม่สามารถแข่งขันกับจีนซึ่งมีแรงงานราคาถูกกว่าได้ การปรับตัวไปสู่อุตสาหกรรมประเภทใหม่ที่สามารถแข่งขันได้ในตลาดโลกเป็นเรื่องที่ต้องใช้เวลา นอกจากนั้นในอุตสาหกรรมหลายประเภท เช่น อุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์ ไทยก็มีกำลังการผลิตที่ล้นเกินในขณะที่อุปสงค์ชะลอตัวลง สิ่งที่เกิดขึ้นในปี พ.ศ.2539 คือการส่งออกลดลงร้อยละ 1.3 ในรูปของเงินดอลลาร์สหรัฐ⁴

ในสภาวะการณ์ที่มีการขาดดุลการชำระเงินร้อยละ 8 ของรายได้มวลรวมประชาชาติในปี พ.ศ.2539 การหดตัวของการส่งออกและการที่ราคาสินทรัพย์มีค่าสูงเกินจริงพร้อมไปกับการที่การกำกับดูแลไม่มีประสิทธิภาพและรัฐบาลที่ไม่มีความสามารถเพียงพอในการจัดการกับปัญหาเศรษฐกิจของประเทศ มีการโจมตีเงินบาทโดยนักเก็งกำไรหลายครั้ง โดยครั้งที่รุนแรงที่สุดและธนาคารแห่งประเทศไทยสูญเสียมากที่สุดคือเมื่อเดือนพฤษภาคม พ.ศ.2539 หลังจากนั้นไทยประกาศลดค่าเงินบาทเมื่อเดือนกรกฎาคม พ.ศ.2540 และเข้าสู่โครงการของ IMF เมื่อเดือนสิงหาคมปีเดียวกัน

ในช่วง 1 ปีที่ผ่านมาได้มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมากในระบบการเงินของไทย เมื่อวันที่ 27 มิถุนายน พ.ศ.2539 ธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศปิดบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ 16 แห่ง และเมื่อวันที่ 5 สิงหาคมได้ปิดเพิ่มอีก 42 แห่ง ต่อมาเมื่อวันที่ 14 ตุลาคมปีเดียวกันรัฐบาลได้ตั้งองค์การปฏิรูปสถาบันการเงิน (ปรส.) เพื่อบริหารสินทรัพย์ที่ดีของบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ที่ถูกปิดกิจการ และตั้งบริษัทบริหารสินทรัพย์ (บบส.) เพื่อบริหารสินทรัพย์ด้อยคุณภาพ จนถึงเดือนกันยายน พ.ศ.2541 ทั้ง ปรส. และ บบส. ก็ยังขายสินทรัพย์ไม่หมด เท่าที่ผ่านมา Recovery Rate ของสินทรัพย์เหล่านี้ประมาณร้อยละ 50 สภาพเศรษฐกิจจกค่ายังค้างรออยู่อย่างต่อเนื่องเนื่องจากนโยบายรักษาเสถียรภาพของค่าเงินบาทโดยตรึงดอกเบี้ยสูงและธนาคารพาณิชย์ไม่ปล่อยกู้ให้แก่ภาคธุรกิจ

ปัญหาสำคัญอีกประการหนึ่งคือปริมาณของหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วจากข้อมูลของธนาคารแห่งประเทศไทย⁵ ในปลายปี พ.ศ.2539 จำนวนหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ของระบบธนาคารพาณิชย์เมื่อไม่รวมธนาคารกรุงเทพฯพาณิชย์การเท่ากับร้อยละ 7.73 ของปริมาณหนี้ทั้งหมดซึ่งเพิ่มขึ้นไม่มากนักเมื่อเทียบกับปลายปี พ.ศ.2538 ซึ่งเท่ากับร้อยละ 6.98 แม้ว่าในช่วงก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ ปริมาณของหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ของระบบธนาคารพาณิชย์จะอยู่ที่ประมาณร้อยละ 10 ในปี พ.ศ.2540 แต่เกณฑ์ในการจัดชั้นหนี้ยังเป็นเกณฑ์ที่ไม่เคร่งครัดนัก กล่าวคือหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้จะหมายถึงหนี้ที่ค้างชำระเกิน 12 เดือน ดังนั้นจะเห็นได้ว่าก่อนที่จะเกิดการเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนเมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม พ.ศ.2540 ปัญหาหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้จะไม่ใช่อุปสรรคใหญ่หนักรบกวนการปรับโครงสร้างหนี้แบบเดิม แต่

⁴ ธนาคารแห่งประเทศไทย, 20 ธันวาคม พ.ศ.2539

เมื่อมีการเปลี่ยนกฎเกณฑ์ในการให้ค่าจำกัดความของสินทรัพย์จัดชั้นต่ำกว่ามาตรฐานว่าหมายถึงลูกหนี้ที่ค้างชำระเงินต้นหรือดอกเบี้ยเกินกว่า 6 เดือน⁵² ตัวเลขหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ก็เพิ่มขึ้นอย่างมาก

ปัจจุบัน ณ เดือนกันยายน พ.ศ.2541 ข้อมูลจากธนาคารพาณิชย์และข้อมูลที่ตลาดเชื่อถือเกี่ยวกับระดับของหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ไม่เหมือนกัน รายงานของสถาบันการเงินหลายแห่งประมาณว่าระดับของหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ของระบบธนาคารพาณิชย์อยู่ที่ร้อยละ 35-40⁵³ ขณะที่ตัวเลขทางการคือประมาณร้อยละ 25 แม้จะมีความไม่เชื่อถือในระบบบัญชีของธนาคารพาณิชย์ว่าจะมีความโปร่งใสเพียงใด แต่ตัวเลขของหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้สะท้อนปัจจัย 2 ประการ ประการแรกคือได้มีการเปลี่ยนแปลงค่าจำกัดความของหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ใหม่เมื่อวันที่ 31 มีนาคม พ.ศ.2541⁵⁴ เกณฑ์การจัดชั้นของลูกหนี้แบ่งเป็น 5 ระดับ ประกอบด้วยลูกหนี้ปกติ ลูกหนี้ที่กล่าวถึงเป็นพิเศษ ลูกหนี้จัดชั้นต่ำกว่ามาตรฐาน ลูกหนี้จัดชั้นสงสัย และลูกหนี้จัดชั้นสูญเสีย สำหรับลูกหนี้ปกติหมายถึงลูกหนี้ที่ไม่ผิดนัดชำระหนี้ และไม่มีสัญญาณใดๆแสดงว่าจะมีการผิดชำระหนี้ ซึ่งได้แก่ลูกหนี้ค้างชำระดอกเบี้ยหรือเงินต้นไม่เกิน 1 เดือนนับตั้งแต่วันที่ครบกำหนดชำระ หนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (Non-Performing Loans) หมายถึงหนี้ของลูกหนี้ 4 ประเภทหลัง ประการที่สองคือ สภาพเศรษฐกิจถดถอยและอัตราดอกเบี้ยที่สูงทำให้ลูกหนี้ไม่สามารถชำระหนี้ได้

ในแผนฟื้นฟูระบบสถาบันการเงินที่ประกาศในวันที่ 14 สิงหาคม พ.ศ.2541⁵⁵ มีสาระสำคัญคือ รัฐบาลได้จัดให้มีโครงการช่วยเหลือด้านเงินกองทุน โดยแบ่งแยกเป็น 2 ประเภท ได้แก่ ประเภทแรกรัฐบาลจะเพิ่มเงินกองทุนชั้นที่ 1 ของสถาบันการเงินในรูปของการถือหุ้นบุริมสิทธิโดยชำระเป็นพันธบัตรรัฐบาลที่เปลี่ยนเมื่อได้อายุ 10 ปี รัฐบาลจะซื้อหุ้นบุริมสิทธิจนกว่าสถาบันการเงินนั้นจะมีอัตราเงินกองทุนชั้นที่ 1 ต่อสินทรัพย์เสี่ยงเพิ่มขึ้นจนถึงระดับร้อยละ 2.5 หลังจากนั้นรัฐบาลจะซื้อหุ้นบุริมสิทธิสมทบกับเงินทุนจากผู้ร่วมทุนเอกชนรายใหม่ในอัตรา 1 ต่อ 1 ส่วนประเภทที่ 2 อยู่ในรูปของการแลกเปลี่ยนหุ้นกู้ของสถาบันการเงินกับพันธบัตรรัฐบาลที่เปลี่ยนเมื่อไม่ได้ นอกจากนี้ยังมีการเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์การกำกับดูแลสถาบันการเงิน เช่น ให้อัตราความเพียงพอโดยรวมของเงินกองทุนสำหรับธนาคารพาณิชย์อยู่ที่ร้อยละ 8.5 และของบริษัทเงินทุนอยู่ที่ร้อยละ 8 และเพิ่มแรงจูงใจให้สถาบันการเงินเร่งปรนอมหนี้โดยให้

⁵² จำแนกธนาคารแห่งประเทศไทย ฉบับที่ 78/2540 เรื่อง แนวปฏิบัติและนโยบายของทางการในการปรับปรุงมาตรฐานการกำกับดูแลสถาบันการเงิน, 14 พฤศจิกายน พ.ศ.2540

⁵³ Financial Times, September 18, 1998.

⁵⁴ ประกาศธนาคารแห่งประเทศไทย ฉบับที่ 15/2541 เรื่องหลักเกณฑ์การระงับรับซื้อดอกเบี้ยค้างรับเป็นรายได้ การจัดชั้นลูกหนี้ การกันเงินสำรอง สำหรับลูกหนี้จัดชั้น และมาตรการอื่นที่เกี่ยวข้อง, 31 มีนาคม พ.ศ.2541

⁵⁵ แผนการฟื้นฟูระบบสถาบันการเงิน โดยกระทรวงการคลังและธนาคารแห่งประเทศไทยในเรื่องแผนฟื้นฟูระบบสถาบันการเงิน, ธนาคารแห่งประเทศไทย, 14 สิงหาคม พ.ศ.2541

สถาบันการเงินที่ใช้เกณฑ์การจัดชั้นและกันสำรองสามารถทยอยตัดจำหน่ายส่วนสูญเสียจากการประเมินหนี้ได้ในช่วงเวลา 5 ปี ทั้งจะมีการออกกฎหมายเพื่อให้การจัดตั้งบริษัทบริหารสินทรัพย์ภาคเอกชนเพื่อบริหารจัดการสินทรัพย์ด้วยคุณภาพของสถาบันการเงิน

ธนาคารแห่งประเทศไทยได้แถลงเพิ่มเติมเกี่ยวกับการดำเนินการในแผนฟื้นฟูระบบสถาบันการเงิน⁵⁵ ว่าหลักเกณฑ์ในการเข้าแทรกแซงสถาบันการเงินในวันที่ 14 สิงหาคม พ.ศ.2541 คือ ธนาคารพาณิชย์หรือบริษัทเงินทุนที่ธนาคารแห่งประเทศไทยเข้าดักทุนและเพิ่มทุนจะต้องเข้าทำข้อใดข้อหนึ่งต่อไปนี้

1. มีผลขาดทุนจากการดำเนินงานในงวดที่ผ่านมาเป็นจำนวนมาก
2. ขาดสภาพคล่องอย่างรุนแรง

มาตรการต่างๆในแผนฟื้นฟูสถาบันการเงินยังอยู่ในขั้นกำลังดำเนินการ ดังนั้นจึงเร็วเกินไปที่จะตัดสินว่ามาตรการต่างๆเหล่านั้นจะบรรลุผลหรือไม่ อย่างไรก็ตามการเปลี่ยนแปลงที่กำลังเกิดขึ้นในตลาดการเงินของไทยจะมีผลต่อการจัดตั้งและการดำเนินการของตลาดซื้อขายล่วงหน้าอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

ขณะนี้ธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทยมี 10 แห่ง ได้แก่ ธนาคารกรุงเทพ ธนาคารกสิกรไทย ธนาคารกรุงไทย ธนาคารทหารไทย ธนาคารไทยธนุ ธนาคารไทยพาณิชย์ ธนาคารนครธน ธนาคารเอเชีย ธนาคารกรุงศรีอยุธยา และธนาคารรัตนสิน ในจำนวนนี้ธนาคารรัตนสินเป็นธนาคารที่จัดตั้งขึ้นใหม่เมื่อปี พ.ศ.2540 ก่อนที่จะเกิดวิกฤติเศรษฐกิจในประเทศไทยมีธนาคารพาณิชย์ 15 แห่ง ส่วนบริษัทเงินทุนและบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์จากจำนวน 91 แห่งเมื่อปี พ.ศ.2540 ขณะนี้เหลือ 24 แห่ง แม้ว่าจะมีการประเมินหนี้แต่ก็ยังไม่ได้ผลชัดเจน ในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์จำนวนไม่น้อยได้ยอมรับผู้ร่วมทุนจากต่างชาติแล้ว ดังนั้นจึงมีความเป็นไปได้ที่ธนาคารต่างชาติที่เข้าร่วมทุนอาจนำเทคนิคการบริหารความเสี่ยงด้วยตราสารอนุพันธ์เข้ามาใช้

อย่างไรก็ตาม ขนาดของตลาดทุนไทยได้ลดลงอย่างมากดังจะเห็นได้จากข้อมูลในตารางที่ 5.3 เมื่อเปรียบเทียบระหว่างปี พ.ศ.2537 และปี พ.ศ.2540 พบว่ามูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดลดลงจาก 3,300,764.79 ล้านบาท เป็น 1,133,343.88 ล้านบาท หรือลดลงร้อยละ 66 ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยลดลงจาก 1,360.09 ในปี พ.ศ. 2537 เป็น 267.33 ในไตรมาสที่ 2 ของปี พ.ศ.2541 มูลค่าของการซื้อขายลดลงจาก 2,113,860.65 ล้านบาทในปี พ.ศ.2537 เป็น 929,597.64 ล้านบาทในปี พ.ศ.2540 หรือลดลงร้อยละ 56

ผลกระทบของวิกฤติเศรษฐกิจไทยต่อการจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในประเทศไทยมีทั้งผลในด้านลบและผลในด้านบวก ผลในด้านลบคือวิกฤติครั้งนี้ได้ทำให้บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์เหลือประมาณ 1 ใน 4 ของจำนวนบริษัทก่อนเกิดวิกฤติ ธนาคารพาณิชย์บางแห่ง

⁵⁵ ข่าวธนาคารแห่งประเทศไทย ฉบับที่ 55/2541, ธนาคารแห่งประเทศไทย

ต้องเลิกกิจการ บางแห่งต้องรวมกันและแทบทุกแห่งต้องยอมรับการร่วมทุนจากต่างชาติ นอก
จากนั้นขนาดของตลาดทุนก็หดตัวอย่างมาก เช่นเดียวกับดัชนีหุ้นที่ลดลงอยู่ในระดับ 200 กว่า
จุด ปัจจัยเหล่านี้ส่งผลกระทบในแง่ลบต่อ Viability หรือการอยู่รอดของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า
และตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน แต่ในขณะเดียวกันจากวิกฤติครั้งนี้ตลาดเผชิญกับความ
ไม่แน่นอนของราคาสินทรัพย์ เช่น อัตราแลกเปลี่ยนที่ไม่คงที่ซึ่งต่างไปจากระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบเดิม
ซึ่งทำให้ความต้องการในการประกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มขึ้น นอกจากนั้นความเสี่ยงเนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของดัชนีหุ้นหรืออัตราดอกเบี้ยยังคงเป็น Pre-existing Risks ในระบบ การที่ไม่มีเครื่องมือในการประกันความเสี่ยงโดยเฉพาะอย่างยิ่งในสถานการณ์ที่เกิดวิกฤติเศรษฐกิจจะเป็นผลเสียต่อนักลงทุน การเกิดขึ้นของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าและตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินจะเอื้อประโยชน์แก่ผู้ที่ต้องการประกันความเสี่ยง ขณะเดียวกันการที่มีการร่วมทุนจากต่างชาติก็อาจเป็นโอกาสที่บริษัทต่างชาตินำเทคนิคในการบริหารความเสี่ยงเข้ามาใช้

ในการสัมภาษณ์เจ้าหน้าที่ระดับสูงของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เกี่ยวกับจุดอ่อนและจุดแข็งของระบบการเงินไทยกับความเป็นไปได้ในการจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินได้อธิบายว่า สำหรับตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นตลาดอ้างอิงของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้น การที่ปริมาณการซื้อขายน้อยและดัชนีอยู่ในระดับต่ำจะเป็นอุปสรรคต่อการจัดตั้งตลาดตราสารอนุพันธ์ แต่ในขณะเดียวกันระบบการเงินของไทยมีจุดแข็งคือ กลไกของการปฏิบัติงานในตลาดการเงิน เช่น การโยกย้ายเงินทุนเป็นไปได้สะดวกขึ้นซึ่งช่วยการดำเนินงานอื่นๆ ส่วนเจ้าหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้ให้สัมภาษณ์มีความเห็นว่าจุดอ่อนของระบบการเงินของไทยที่มีความเปราะบางและมีความผันผวนในต่างประเทศเศรษฐกิจที่สำคัญ เช่น ราคา อัตราแลกเปลี่ยน และอัตราดอกเบี้ย จะทำให้เกิดความต้องการเครื่องมือบริหารความเสี่ยง

ตารางที่ 5.3

เครื่องชี้ภาวะตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ.2537-2541

การซื้อขายหลักทรัพย์			ดัชนีราคาตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	มูลค่าหลักทรัพย์ ตามราคาตลาด	อัตราผลตอบแทน เฉลี่ยของการซื้อ ขาย
ปี	จำนวน(ล้านบาท)	มูลค่า(ล้านบาท)		(ล้านบาท)	
2537	23,051.91	2,113,880.65	1,380.09	3,300,754.79	64.04
2538	20,874.97	1,534,959.25	1,280.81	3,564,568.78	43.06
2539	19,359.12	1,303,143.75	831.57	2,559,578.69	50.91
2540	29,902.34	829,597.64	372.69	1,133,343.88	82.02
ไตรมาส 1	6,182.00	255,300.20	705.43	2,173,957.02	11.74
ไตรมาส 2	7,813.61	224,335.94	527.28	1,814,919.75	13.88
ไตรมาส 3	9,742.33	298,895.33	544.54	1,691,242.29	17.68
ไตรมาส 4	6,164.41	151,266.17	372.69	1,133,343.88	13.35
2541					
ไตรมาส 1	13,404.10	284,664.64	459.11	1,476,520.26	17.92
ไตรมาส 2	8,488.31	97,319.00	267.33	924,222.96	10.53

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5.2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างความแปรปรวนของราคาหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยน กับความต้องการในการบริหารความเสี่ยงของสถาบันการเงินและธุรกิจเอกชน

ความแปรปรวนของราคาสินทรัพย์เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้เกิดอุปสงค์ในการประกันความเสี่ยง ในแผนภาพที่ 5.1, 5.2 และ 5.3 แสดงดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราดอกเบี้ย Interbank 3 เดือน และอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินดอลลาร์สหรัฐและเงินบาท จะสังเกตเห็นความแปรปรวนอย่างมากของราคาสินทรัพย์เหล่านี้โดยเฉพาะในช่วงตั้งแต่ปี พ.ศ.2540 ผู้ที่มี Portfolio ของหุ้นหรือมีหนี้สินหรือรายได้จากการให้กู้เงินในรูปของเงินบาท หรือมีรายรับ/รายจ่าย หรือเงินกู้/หนี้สินในรูปของเงินตราต่างประเทศล้วนมีความเสี่ยงที่ดำรงอยู่ก่อน (Pre-Existing Risk) ดังนั้นบุคคลเหล่านี้จะสามารถใช้ประโยชน์จากเครื่องมือในตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินเพื่อประกันความเสี่ยงดังกล่าว

การประกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศของหน่วยธุรกิจในประเทศไทยได้แก่ การใช้ Interest Swap ซึ่งคือการแลกเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยจากอัตราคงที่เป็นอัตราลอยตัว นอกจากนี้ยังมีการใช้สัญญา Swap เพื่อแปลงหนี้ในหน่วยของเงินตราต่างประเทศให้เป็นหนี้ในหน่วยของเงินบาท ส่วนการประกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินมีการใช้อนุพันธ์ทางการเงินประเภทเงินตราต่างประเทศบ้าง เช่น การใช้ Outright Forward หรือการใช้ Swap ซึ่งคือการซื้อดอลลาร์ในตลาดทันทีพร้อมกับการขายดอลลาร์ในตลาด Forward หรือการขายดอลลาร์ในตลาดทันทีพร้อมไปกับการซื้อดอลลาร์ในตลาด Forward ในปี พ.ศ.2539 สำหรับบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นบริษัทที่ไม่เกี่ยวกับภาคการเงินจำนวน 341 บริษัท มีเพียง 48 บริษัทที่ใช้อนุพันธ์ทางการเงินประเภทเงินตราต่างประเทศรูปแบบต่าง ๆ⁵⁷ ยิ่งไปกว่านั้นยังพบว่าหนี้ต่างประเทศเป็นสาเหตุสำคัญประการหนึ่งในการกำหนดพฤติกรรมการใช้อนุพันธ์ทางการเงินประเภทนี้ของหน่วยธุรกิจเช่นเดียวกับต้นทุนของ Financial Distress และต้นทุนของ Underinvestment⁵⁸

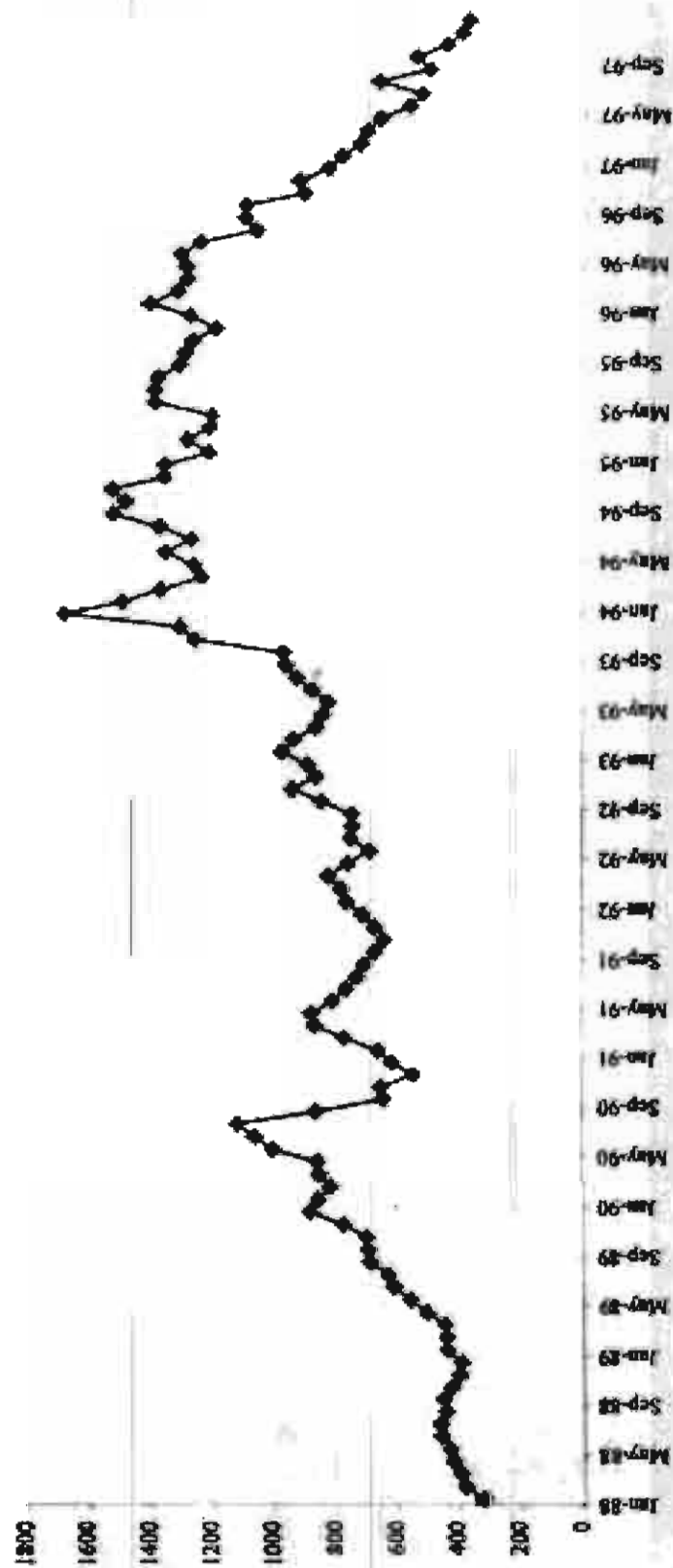
ดังนั้นอาจสรุปได้ว่า แม้ในขณะที่ไทยยังใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ แต่ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต เช่น มีความเป็นไปได้ที่รัฐบาลจะทำการลดค่าเงินหรือเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน ทำให้มีการใช้สัญญา Forward เพื่อประกันความเสี่ยงปริมาณของธุรกรรม Forward และ Swap ในตลาดเงินตราต่างประเทศในปี พ.ศ.2539 คิดเป็นร้อยละ 63 ขณะที่เท่ากับร้อยละ 66.3 ในปี พ.ศ.2541 (ดูตารางที่ 5.4)

⁵⁷ Buddhari, P., The Behavior of Non-Financial Firms in Forward Market: Case Study of Firms Listed in The Stock Exchange of Thailand, Thesis, Faculty of Economics, Thammasat University, 1998.

⁵⁸ Ibid., p.107-108

แผนภาพที่ 5.1

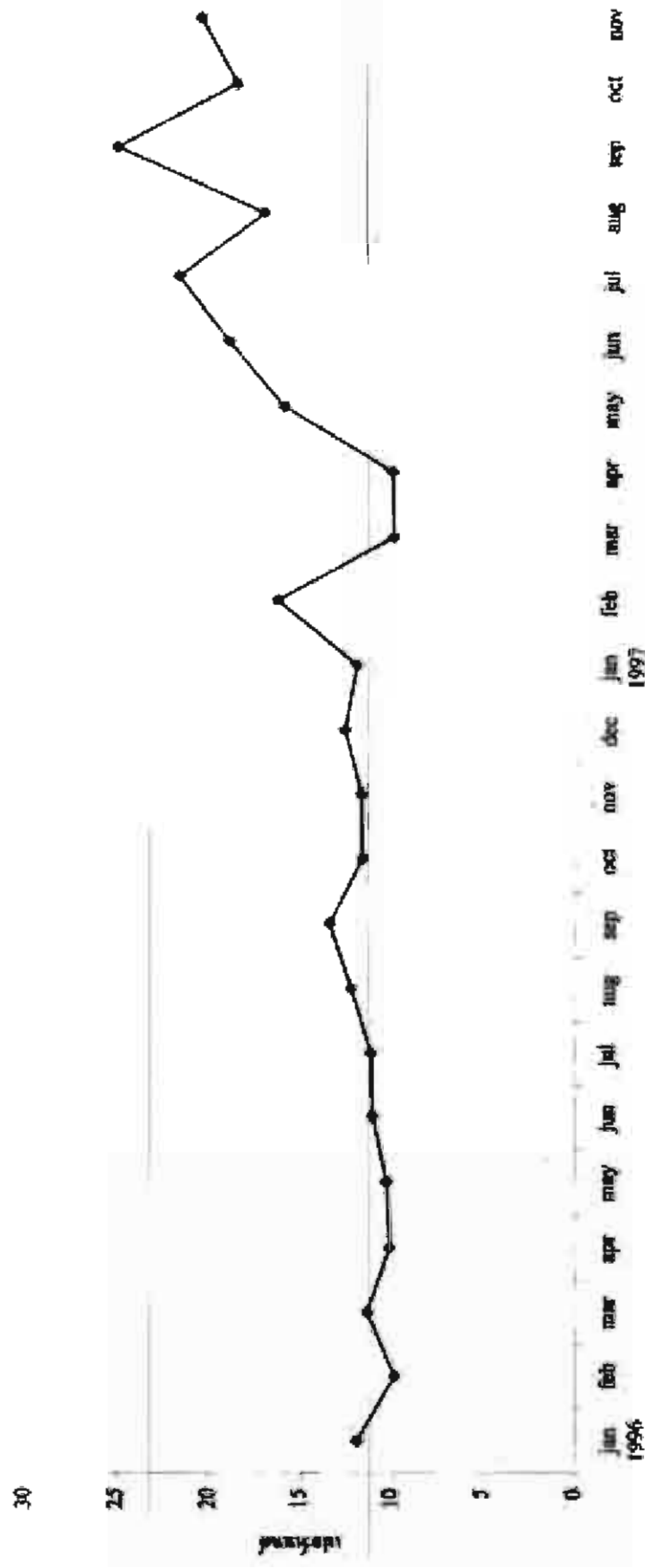
SET Index



ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

แผนภาพที่ 5.2

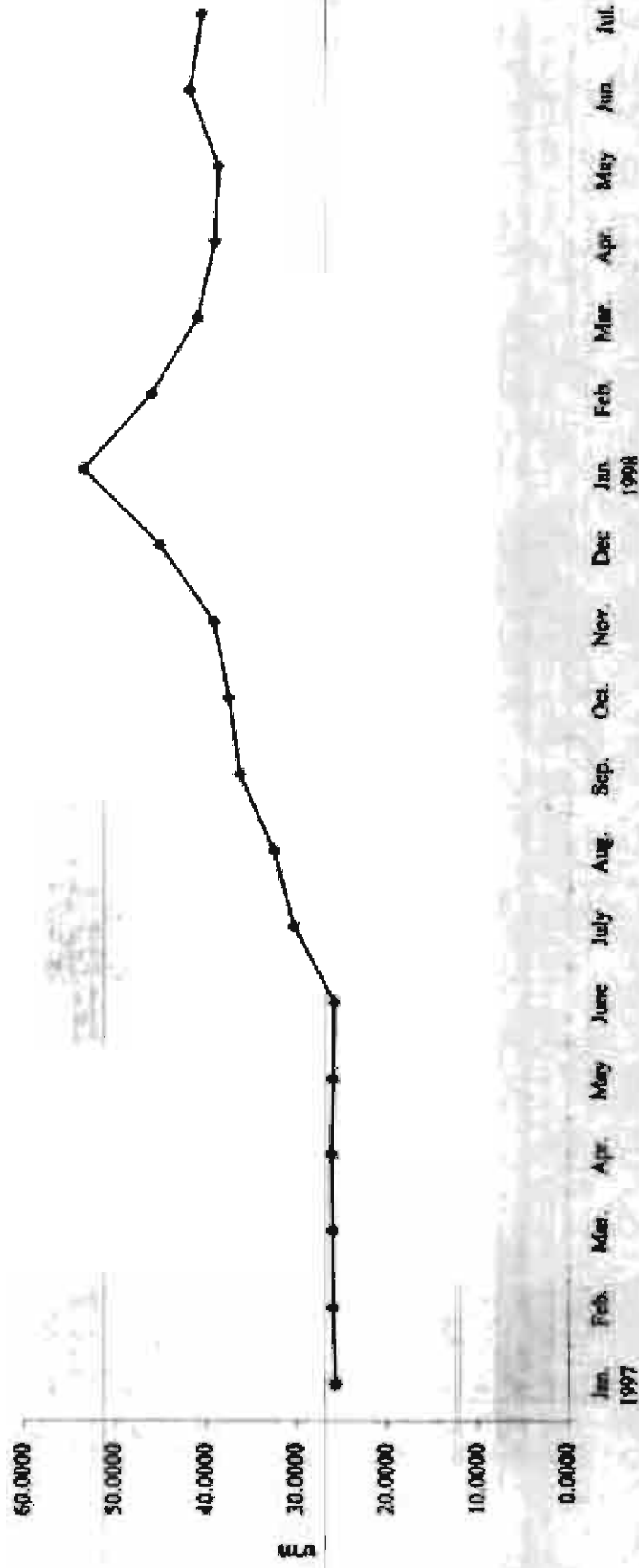
3-month Interbank Rate



หมายเหตุ: Interbank Rate คือ อัตราดอกเบี้ยในการกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์
ที่มา: ธนาคารกรุงเทพ

แผนภาพที่ 5.3

อัตราแลกเปลี่ยน (บาท/ปอนด์)



ที่มา: อัตราแลกเปลี่ยนอ้างอิง (Reference Rate) ธนาคารแห่งประเทศไทย

ตารางที่ 5.4
ปริมาณธุรกรรมเงินตราต่างประเทศเฉลี่ยต่อวันของธนาคารพาณิชย์ไทย
(หน่วย: ล้านดอลลาร์สหรัฐ)

	Interbank	ลูกค้า	ต่างประเทศ	รวม	ส่วนแบ่ง (%)
ปี พ.ศ.2539					
Spot	560	720	1,093	2,373	36
Forward	78	189	165	430	6
Swap	887	230	2,645	3,762	57
รวม	1,523	1,139	3,903	6,565	100
ส่วนแบ่ง (%)	23.2	17.3	59.5	100	
ปี พ.ศ.2541					
Spot	481	425	780	1,686	33.5
Forward	39	212	68	317	6.3
Swap	745	244	2,043	3,032	60.2
รวม	1,265	881	2,889	5,035	100
ส่วนแบ่ง (%)	25.1	17.5	57.4	100	

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

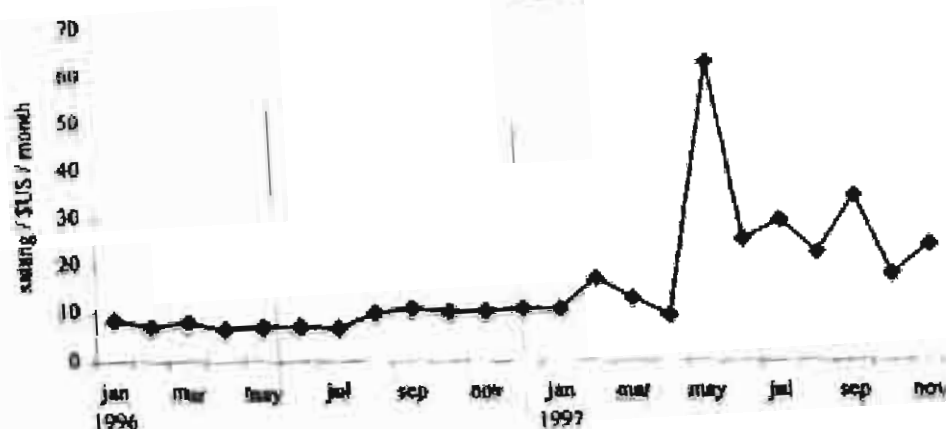
จากการสัมภาษณ์เจ้าหน้าที่ของบริษัทขนาดใหญ่บางแห่งพบว่า บริษัทเหล่านั้นสามารถใช้บริการของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศในการทำสัญญาซื้อขายสัญญา Forward จำนวนมาก โดยมีต้นทุนที่ต่ำกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับต้นทุนของบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็ก เนื่องจากบริษัทใหญ่มีปริมาณการซื้อขายที่มากกว่า บริษัทขนาดใหญ่ยังมีความได้เปรียบบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็กอีกประการหนึ่งคือ มีความเสี่ยงเนื่องจากการไม่ปฏิบัติตามสัญญาต่ำกว่า เนื่องจากบริษัทใหญ่มีหลักฐานมั่นคงและเป็นที่รู้จักกันดี ดังนั้นจึงมีต้นทุนในการทำสัญญาซื้อขายสัญญา Forward และ Swap ที่ต่ำกว่า

สาเหตุสำคัญ 2 ประการที่ทำให้ธุรกิจจำนวนมากไม่ประกันความเสี่ยงด้วยสัญญา Forward คือ การขาดความรู้ความเข้าใจในการใช้เครื่องมือชนิดนี้ในการบริหารความเสี่ยงและอัตรา Forward Premium ที่สูง ดังจะเห็นได้จากแผนภาพที่ 5.4 ที่ Forward Premium อยู่ในช่วง 10-20 สตางค์ตั้งแต่ พ.ศ.2535 ถึงปลายปี พ.ศ.2539 และมีค่าสูงสุดเท่ากับ 60 สตางค์เมื่อเดือนพฤษภาคม พ.ศ.2540

ถ้าหากตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินสามารถสนองตอบความต้องการในการประกันความเสี่ยงของการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนอย่างมีประสิทธิภาพและด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่าตลาด Forward ก็มีความเป็นไปได้ที่ตลาดซื้อขายล่วงหน้าจะดึงดูดลูกค้าขนาดกลางและเล็กที่ไม่สามารถใช้บริการในตลาด Forward ได้ นอกจากนั้นธนาคารพาณิชย์ที่มีสถานะซื้อหรือขายสุทธิของสัญญา Forward จะสามารถปิดสถานะดังกล่าวในตลาดซื้อขายล่วงหน้า

แผนภาพที่ 5.4

Forward Premium



ที่มา: ธนาคารกรุงเทพ

ความชำนาญในการใช้ตราสารอนุพันธ์ ทั้งยังเป็นการสะท้อนความต้องการในการประกันความเสี่ยงของตลาดในระดับหนึ่งแม้ว่าสัญญา Options จะมีความซับซ้อนกว่าสัญญา Futures ก็ตาม

ในการจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในประเทศไทยมีปัจจัยที่ต้องคำนึงถึงดังนี้

5.3.1 การกำกับดูแล

ร่างพระราชบัญญัติอนุพันธ์และตลาดอนุพันธ์ได้ให้อำนาจคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ในการกำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน การกำกับดูแลมีทั้งการให้ใบอนุญาตสำหรับการให้บริการที่เกี่ยวข้องเนื่องจากการชักชวนประชาชนให้ซื้อขาย การควบคุมผู้ประกอบการโดยมีเกณฑ์คุ้มครองลูกค้าและเกณฑ์รักษาความมั่นคงของระบบการเงิน การควบคุม Exchange และสำนักหักบัญชี ตลอดจนการมีบทบัญญัติห้ามการกระทำอันไม่เป็นธรรม⁶⁴

หลักเกณฑ์ในการกำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้าเป็นหลักเกณฑ์ที่ปฏิบัติโดยทั่วไปในตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินตามที่ได้กล่าวมาแล้วในบทที่ 4 แม้จะมีกฎเกณฑ์ครอบคลุมมากเพียงใดแต่การนำกฎเกณฑ์เหล่านั้นไปปฏิบัติอย่างเหมาะสมจะเป็นปัจจัยสำคัญในการทำให้ตลาดซื้อขายล่วงหน้าเป็นตลาดที่น่าเชื่อถือและเป็นที่ทำให้เกิดการค้นพบราคา ในตลาดซื้อขายล่วงหน้าเราไม่อาจปฏิเสธบทบาทของผู้เก็งกำไรเนื่องจากผู้เก็งกำไรจะเข้ามารับความเสี่ยงโดยหวังผลตอบแทนที่สูง การซื้อขายของผู้เก็งกำไรจะช่วยเสริมสภาพคล่องในตลาดซึ่งจะเป็นผลดีต่อผู้ประกันความเสี่ยง แต่การเก็งกำไรที่มากเกินไปจะทำลายความน่าเชื่อถือของตลาด

5.3.2 การให้การศึกษาและฝึกอบรม

ในแง่ของการเตรียมความพร้อมของผู้ที่เข้าร่วมในตลาดซื้อขายล่วงหน้า ทางคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ทดลองให้เอกชนตั้งเป็นกองทุนแล้วศึกษาดูการทำธุรกิจจริงในตลาดต่างประเทศโดยดำเนินการผ่าน Brokers ในต่างประเทศและมีเจ้าหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์ไปศึกษาดูงาน แต่หลังจากการปิดบริษัทหลักทรัพย์ 58 บริษัท ทำให้ทางการต้องระงับการประกอบกิจการของบริษัทเหล่านั้น จึงต้องถอนเงินจากกองทุนเพื่อนำไปเฉลี่ยคืนเจ้าหน้าที่และยกเลิกกองทุนนี้ในที่สุด⁶⁵

ในธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์มีบุคลากรที่มีความรู้ความเข้าใจในการบริหารความเสี่ยงด้วยตราสารอนุพันธ์อยู่บ้าง แต่บุคลากรที่มีประสบการณ์จากการปฏิบัติในการซื้อขายจริงในตลาดซื้อขายล่วงหน้ายังมีน้อยมาก เนื่องจากขณะนี้ประเทศไทยยังไม่มีตลาดซื้อขายล่วงหน้า ดังนั้นจึงมีความจำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องให้การศึกษาอบรมเพิ่มเติมต่อเจ้าหน้าที่ในระดับต่าง ๆ ทั้งขององค์กรกำกับดูแล Exchange และบุคลากรของสถาบันการเงิน ตลอดจนธุรกิจ

⁶⁴ ประสาร ไตรรัตน์วรกุล, พัฒนาการใหม่ ๆ ในตลาดทุนไทย, เอกสารประกอบการอบรมความรู้และสัมมนาด้านการบริหารความเสี่ยงแบบมืออาชีพ, กันยายน-พฤศจิกายน พ.ศ.2541

⁶⁵ สัมภาษณ์ ดร.ประสาร ไตรรัตน์วรกุล รองเลขาธิการคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ต่างๆ เพื่อให้เห็นความสำคัญของการใช้ตราสารอนุพันธ์เพื่อประกันความเสี่ยงและเข้าใจถึงปัญหาที่อาจเกิดขึ้นได้จากการใช้ตราสารอนุพันธ์

5.3.3 บทบาทขององค์กรกำกับดูแลตนเองของอุตสาหกรรม

องค์กรกำกับดูแลตนเองของอุตสาหกรรม (Self Regulatory Organization) เช่น Exchange และ National Futures Association มีบทบาทเสริมการกำกับดูแลของ Commodity Futures Trading Commission แต่การที่องค์กรกำกับดูแลตนเองจะมีบทบาทในการกำกับดูแลได้จะต้องมีอำนาจที่เข้มแข็งในการรับสมาชิกและตรวจสอบบริษัทสมาชิกพร้อมทั้งมีอำนาจในการลงโทษด้วย

5.3.4 การมีตลาดล่วงหน้า 2 แห่งและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลขององค์กรกำกับดูแล 2 องค์กร เป็นการกระทำที่มีประสิทธิภาพมากน้อยเพียงใด

กระทรวงพาณิชย์ได้เสนอร่างพระราชบัญญัติจัดตั้งตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้าและเสนอให้ตั้งคณะกรรมการกำกับการซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้า (ก.ส.ล) เพื่อทำหน้าที่วางนโยบายการส่งเสริมและพัฒนาตลาดล่วงหน้ากับดูแลการซื้อขายล่วงหน้า ในการประกอบธุรกิจที่เกี่ยวข้องหรือเกี่ยวเนื่องกับการซื้อขายล่วงหน้านั้น กระทรวงพาณิชย์ กระทรวงเกษตรและสหกรณ์ และกระทรวงการคลังได้พิจารณาเห็นพ้องว่าตลาดอนุพันธ์และตลาดซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้าแตกต่างกันโดยตลาดซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้าเน้นที่สินค้าเกษตร ขณะที่ตลาดอนุพันธ์เป็นเรื่องที่เกี่ยวกับตราสารการเงินจึงต้องแยกพระราชบัญญัติจัดตั้งตลาดซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้าออกจากพระราชบัญญัติตราสารอนุพันธ์และตลาดอนุพันธ์⁶⁸

ในตลาดซื้อขายล่วงหน้าหลายแห่ง เช่น Chicago Mercantile Exchange และ Chicago Board of Trade เป็นต้น มีการซื้อขายทั้งสัญญาซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตรและสัญญาซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินภายใต้กฎหมายฉบับเดียวกันและองค์กรกำกับดูแลองค์กรเดียว ดังนั้นเหตุผลที่ว่าตลาดซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้าเน้นที่สินค้าเกษตรขณะที่ตลาดอนุพันธ์เป็นเรื่องที่เกี่ยวกับตราสารการเงินจึงต้องแยกพระราชบัญญัติทั้งสองออกจากกันจึงไม่น่าจะเป็นเหตุผลที่ถูกต้อง

จากการวิเคราะห์ในกรณีของตลาดซื้อขายล่วงหน้าของมาเลเซียเกี่ยวกับการขาดประสิทธิภาพเนื่องจากมีตลาดซื้อขายล่วงหน้า 3 ตลาดภายใต้การกำกับดูแลขององค์กรกำกับดูแล 2 องค์กรและกฎหมาย 2 ฉบับรวมทั้งมีสำนักหักบัญชี 2 แห่ง น่าจะเป็นกรณีศึกษาที่สำคัญสำหรับประเทศไทยเมื่อเผชิญกับทางเลือกว่าจะมีตลาดซื้อขายล่วงหน้าแห่งเดียวภายใต้กฎหมายและองค์กรกำกับดูแลองค์กรเดียวหรือไม่

⁶⁸ หนังสือพิมพ์กรุงเทพธุรกิจ, 8 กรกฎาคม พ.ศ. 2541

บทที่ 6

สรุปและข้อเสนอแนะทางนโยบาย

ตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินจะเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาประเทศเนื่องจากสัญญาซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินเป็นเครื่องมือที่ผู้ประกันความเสี่ยงสามารถใช้ในการบริหารความเสี่ยงของตน สัญญาซื้อขายล่วงหน้าดังกล่าวได้แก่ สัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้น สัญญาซื้อขายล่วงหน้าอัตราดอกเบี้ย และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเงินตราต่างประเทศ ในประเทศไทยในขณะนี้ยังไม่มีตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน แต่ได้มีการเตรียมการเพื่อการก่อตั้งโดยการเสนอร่างพระราชบัญญัติอนุพันธ์และตลาดอนุพันธ์ซึ่งผ่านการลงมติเห็นชอบของคณะรัฐมนตรีเมื่อวันที่ 24 มีนาคม พ.ศ.2541 ขณะนี้คณะกรรมการกฤษฎีกากำลังพิจารณาร่างพระราชบัญญัติดังกล่าวก่อนที่จะเสนอเข้าสู่รัฐสภา

ในสภาวะวิกฤติเศรษฐกิจของไทยที่เริ่มตั้งแต่ พ.ศ.2540 ได้มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมากในภาคการเงิน เช่น ขนาดของตลาดหุ้นที่ลดลงเหลือ 1 ใน 3 จำนวนของบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ที่ลดลงจาก 92 แห่งเหลือ 24 แห่ง ธนาคารพาณิชย์บางแห่งต้องปิดกิจการ บางแห่งต้องรวมตัวกันหรือบางแห่งอยู่ในระหว่างการเจรจาเพื่อร่วมทุนกับต่างชาติ ธนาคารพาณิชย์ทั้งหมดมีปัญหาหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ระดับสูงและต้องการเงินทุน ในสภาพเศรษฐกิจตกต่ำแม้ในด้านหนึ่งธุรกิจจะมีความเสี่ยงที่ต่ำลงอยู่แล้ว เช่น ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของดัชนีหุ้น ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย และความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน เป็นต้น แต่การหดตัวของระบบเศรษฐกิจและการเปลี่ยนแปลงในทางลบในภาคการเงินย่อมมีผลกระทบต่อขนาดของตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ การที่ตลาดเผชิญกับความไม่แน่นอนของราคาสินทรัพย์ เช่น อัตราแลกเปลี่ยนที่ไม่คงที่ซึ่งต่างไปจากระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบเดิม จะทำให้ความต้องการในการประกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มขึ้น นอกจากนั้นความเสี่ยงเนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของดัชนีหุ้นหรืออัตราดอกเบี้ยยังคงเป็น Pre-existing Risks ในระบบ การที่ไม่มีเครื่องมือในการประกันความเสี่ยงโดยเฉพาะอย่างยิ่งในสถานการณ์ที่เกิดวิกฤติเศรษฐกิจจะเป็นผลเสียต่อนักลงทุน การเกิดขึ้นของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าและตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินจะเอื้อประโยชน์แก่ผู้ที่ต้องการประกันความเสี่ยง ขณะเดียวกันการที่มีการร่วมทุนจากต่างชาติก็อาจเป็นโอกาสที่บริษัทต่างชาตินำเทคนิคในการบริหารความเสี่ยงเข้ามาใช้

ปัจจัยสำคัญในการอยู่รอดของตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินคือ โครงสร้างของกฎหมายและระเบียบข้อบังคับที่ชัดเจน ตลอดจนการกำกับดูแลโดยองค์กรที่รับผิดชอบให้มีการปฏิบัติตามกฎข้อบังคับดังกล่าว คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่มีฝ่ายพิเศษที่ดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้าจะเป็นองค์กรหลักในการกำกับดูแลที่ทำงานประสานกับ

องค์กรกำกับดูแลตนเองของเอกชน ซึ่งอาจเป็นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีฝ่ายซื้อขาย สัญญาซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินขึ้นมามีหน้าที่เป็น Exchange นอกจากนั้นต้องมีสำนักหักบัญชีของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่ใช้หลักเกณฑ์การแยกบัญชีของลูกค้าออกจากบัญชีสมาชิก มีการคำนวณกำไร/ขาดทุนในแต่ละวัน รวมทั้งมีการแก้ปัญหาการไม่ปฏิบัติตามสัญญาของสมาชิกด้วยการตั้งกองทุนประกันที่เก็บเงินจากสมาชิกและการกำหนด Margin สำหรับสมาชิก เป็นต้น ในการสัมภาษณ์เจ้าหน้าที่ด้านการเงินของบริษัทใหญ่ๆบางแห่ง ผู้วิจัยพบว่ายังมีความไม่เชื่อมั่นในการกำกับดูแลของ ก.ล.ด. โดยดูจากบทบาทของ ก.ล.ด. ในด้านการกำกับดูแลตลาดทุนในอดีต นอกจากนั้นยังมีความไม่เชื่อมั่นว่าตลาดซื้อขายล่วงหน้าจะสามารถทำหน้าที่ในการกำกับดูแลได้อย่างมีประสิทธิภาพ ดังนั้นทั้ง ก.ล.ด. และตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินที่จะตั้งขึ้นในอนาคตจะต้องสร้างความเชื่อถือในตัวตลาดและในตัวสินค้าให้เกิดขึ้น โดยที่จะต้อง มีระบบตรวจสอบที่ทันกาลและมีบทลงโทษที่เหมาะสมกับความผิดในระดับต่างๆ

กฎเกณฑ์ต่างๆของตลาดซื้อขายล่วงหน้าเป็นปัจจัยสำคัญในการสร้างไว้ซึ่ง Financial Integrity และ Market Integrity กฎเกณฑ์เหล่านี้ได้แก่ การแยกบัญชีของลูกค้าออกจากบัญชีของสมาชิก การคำนวณกำไร-ขาดทุนในแต่ละวัน (Mark-to-Market) การกำหนดระดับ Margin การกำหนด Price Limits และ Position Limits ตลอดจนการห้ามการซื้อขายที่ไม่เป็นธรรมและการหลอกลวงลูกค้า องค์กรกำกับดูแลและตลาดซื้อขายล่วงหน้าจะต้องกำหนดระดับที่เหมาะสมของ Price Limits, Position Limits และ Margin รวมทั้งตรวจสอบว่ากฎเกณฑ์ต่างๆได้รับการปฏิบัติตามอย่างเคร่งครัดและมีการลงโทษเมื่อสมาชิกไม่ปฏิบัติตามกฎเกณฑ์

องค์กรที่ทำหน้าที่กำกับดูแลจะต้องมีกฎระเบียบที่ชัดเจนและสามารถปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ที่ตั้งไว้ แม้แต่ในตลาดซื้อขายล่วงหน้าในประเทศสหรัฐที่มีประวัติความเป็นมายาวนานก็ยังคงมีการกำกับดูแลอย่างเข้มงวด ข้อสังเกตที่ได้จากการเปรียบเทียบตลาดซื้อขายล่วงหน้าในสหรัฐกับตลาดซื้อขายล่วงหน้าในมาเลเซียและสิงคโปร์ พบว่าในตลาดซื้อขายล่วงหน้าในสหรัฐ การกำกับดูแลจะเป็นหน้าที่ของทั้ง Commodity Futures Trading Commission (CFTC) ตลาดซื้อขายล่วงหน้า และ National Futures Association (NFA) ซึ่ง 2 องค์กรหลังเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองของอุตสาหกรรม ในมาเลเซีย Securities Commission จะมีบทบาทมากในการกำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้า ส่วนในสิงคโปร์ Monetary Authority of Singapore จะมีบทบาทหลัก

การเลือกสัญญาซื้อขายล่วงหน้าชนิดใดเพื่อนำมาซื้อขายในตลาดซื้อขายล่วงหน้าควรมาจากความต้องการในตลาด ไม่ว่าจะเป็นตลาดหุ้น ตลาดพันธบัตร ตลาดเงินระยะสั้น หรือตลาดอัตราแลกเปลี่ยน บทเรียนที่ได้จากตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินที่สำคัญข้อหนึ่งคือ ไม่มีอะไรที่จะเป็นหลักประกันความสำเร็จของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าชนิดใดชนิดหนึ่ง นอกจากนั้นการค้นคิดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าชนิดใหม่ๆเป็นสิ่งจำเป็นสำหรับการเติบโตของตลาด อย่างไรก็ตามถึงแม้จะมีข้อมูลและเหตุผลสนับสนุนต่างๆในการเริ่มการซื้อขายสัญญาซื้อขาย

ล่วงหน้าชนิดใหม่ ๆ แต่ไม่มีผู้ใดสามารถประกันว่าสัญญาซื้อขายล่วงหน้าชนิดนั้นจะประสบความสำเร็จ

การจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินโดยแยกออกจากตลาดซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตรและการแยกการกำกับดูแลออกเป็น 2 องค์การภายใต้พระราชบัญญัติ 2 ฉบับไม่น่าจะเป็นผลดีต่อการพัฒนาตลาดซื้อขายล่วงหน้า ประเทศไทยน่าจะมีตลาดซื้อขายล่วงหน้าแห่งเดียวที่มีการซื้อขายทั้งสัญญาซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตรและสัญญาซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินอยู่ภายใต้การกำกับดูแลขององค์การเดียวและอยู่ภายใต้กฎหมายฉบับเดียว ในกรณีตลาดซื้อขายล่วงหน้าในประเทศมาเลเซียที่มีตลาดซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตร และตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน 2 แห่ง แต่ปัจจุบันมีแนวโน้มของการรวมกันเป็นตลาดซื้อขายล่วงหน้าแห่งเดียว ประสิทธิภาพของประเทศมาเลเซียคือ จากการที่มีกฎหมาย 2 ฉบับในการกำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้าและองค์การกำกับดูแล 2 องค์การก็เหลือเพียงกฎหมายฉบับเดียวและองค์การกำกับดูแลองค์การเดียว ซึ่งคาดว่าจะทำให้ระบบมีประสิทธิภาพมากขึ้นและต้นทุนในการดำเนินงานตลอดจนต้นทุนในการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าลดลง

ในด้านการให้การศึกษา ทั้งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ตลอดจนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะต้องให้การศึกษาแก่เจ้าหน้าที่ของตนให้มีความเข้าใจเกี่ยวกับการกำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้า กฎเกณฑ์ไม่ว่าจะเขียนไว้ดีสักเพียงใด บุคลากรผู้รักษากฎเกณฑ์นั้นคือผู้ที่จะทำให้มีการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ ยิ่งกว่านั้นควรจะมีการฝึกอบรมอย่างต่อเนื่องให้แก่เจ้าหน้าที่ของบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ ธนาคารพาณิชย์ และธุรกิจอื่นๆให้มีความเข้าใจเกี่ยวกับการใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้าในการบริหารความเสี่ยง

ภาคผนวก ก
รายชื่อบุคคลผู้ให้การสัมภาษณ์

ชื่อ	ตำแหน่ง	หน่วยงาน
Thomas M. Leahy	Industry Economist	Commodity Futures Trading Commission
Judith C. Sepsy	Chief, Market Information Group	Commodity Futures Trading Commission
Fred Kozlowsk	Audit Branch	Commodity Futures Trading Commission
Melissa B. Handrickson	Futures Trading Specialist	Commodity Futures Trading Commission
Eberse Alexander	Manager, Financial Instrument Unit	Commodity Futures Trading Commission
Kim Taylor	Vice President, Risk Management Risk Control Department Clearing House Division	Chicago Mercantile Exchange
David Emanuel	Vice President, Financial Product Research	Chicago Mercantile Exchange
John E. Kustusch	Senior Director, Compliance Department	Chicago Mercantile Exchange
Colleen Carr	Director, International Relation	Chicago Mercantile Exchange
Gerard R. O'Connor	Director, Market Surveillance Department	Chicago Mercantile Exchange
Tony Gialanella	Director of Compliance	National Futures Association
Seow Kok Leong	Senior Deputy Director, Securities & Asset Management Div Financial Futures Div Financial Supervision Group	Monetary Authority of Singapore
Andrew Ong Lay Teng	Senior Review Officer, Futures Division Banking & Financial Institutions Group	Monetary Authority of Singapore
Mary Beth Rooney	Managing Director, Regulatory Reporting Department Office of Investigations and Audits	Chicago Board of Trade
Timothy J. Maher	Senior Attorney, Law Department	Chicago Board of Trade
Vincent J. Matiera	Vice President	JPMorgan
Dennis M. Murray	Vice President	JPMorgan
David C. Stumm	Vice President, Manager of Compliance	JPMorgan
David M. Pryde	Managing Director	JPMorgan
Jack D'Ambrosi Jr.	Associate	JPMorgan

ชื่อ	ตำแหน่ง	หน่วยงาน
Emily Portney	Associate	JPMorgan
William J. Francesconi	Associate	JPMorgan
Brian E. McDonough	Associate	JPMorgan
Wong Fay Lee	Chief Executive Officer	Malaysian Derivatives Clearing House Berhad
Sofia Johan	Executive, Strategic Development & Legal Affairs	Malaysian Derivatives Clearing House Berhad
Lim Ai Leen	Assistant Manager, Strategic Development & Legal Affairs	Malaysian Derivatives Clearing House Berhad
John Duggan	Chief Operating Officer	The Kuala Lumpur Options & Financial Futures
Kamarudin Hashim	Assistant Manager, Product Development Department	Sunhanjaya Sekuriti Securities Commission
Dato' Syed Abdul Jabbar Shahabudin	Executive Chairman	Malaysia Monetary Exchange BHD.
Mohd Azwar Mahmud	General Manager	Malaysia Monetary Exchange BHD.
Rozzy Non	Assistant General Manager, Business Planning & Development	Malaysia Monetary Exchange BHD.
Ang Swee Tian	President	Singapore International Monetary Exchange Limited
Jimmy K. H. Ang	First Vice President Head, Business Planning	Singapore International Monetary Exchange Limited
Rame Piai	Vice President, Head, Business Development	Singapore International Monetary Exchange Limited
Lai Eng Keat	Vice President, Compliance	Singapore International Monetary Exchange Limited
Low Tang Yong	Vice President, Clearing House	Singapore International Monetary Exchange Limited
Wong Yin Yin	Assistant Vice President, Audit & Review	Singapore International Monetary Exchange Limited
Maria Ng	Senior Officer, Membership	Singapore International Monetary Exchange Limited
Tai Ji Wei	Senior Officer, Risk Management & Market Surveillance	Singapore International Monetary Exchange Limited
Lynette Poh	Senior Officer, Clearing House	Singapore International Monetary Exchange Limited
Maureen Goh	Senior Officer, Public Affairs	Singapore International Monetary Exchange Limited
Uly Chia	Senior Research Executive, Business Planning	Singapore International Monetary Exchange Limited
Lim Cher Chuan	Officer, Clearing House	Singapore International Monetary Exchange Limited

ชื่อ	ตำแหน่ง	หน่วยงาน
Adeline Ea	Officer, Risk Management & Market Surveillance	Singapore International Monetary Exchange Limited
Paur Leong Sing	Officer, Credit House	Singapore International Monetary Exchange Limited
Ng Siew Ling	Assistant Officer, Clearing House	Singapore International Monetary Exchange Limited
คุณ ประสาร ไตรวัชรเนศวรกุล	กรรมการและรองเลขาธิการ	สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
คุณ ทิพย์สุตา อารามาร	ผู้อำนวยการ, สำนักกำกับตลาด	สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
คุณ พิรัช อัคราภักดิ์	ผู้อำนวยการ, สำนักวิจัยและพัฒนาตลาดทุน	สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
คุณ พรเทพพร เสงฆะวงศ์	หัวหน้าส่วน, สำนักกำกับตลาด	สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
คุณ สุวัฒน์ พลาธิวัตร	Executive Vice President	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
คุณ โสภวดี เมธมนัสชัย	ผู้อำนวยการ	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
คุณ วันโรจ ไรบสุข	หัวหน้าส่วนวิจัยการพัฒนาตลาดทุน, ฝ่ายวิจัยและพัฒนา	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
คุณ มิ่งนิมา กุญชร ณ อยุธยา	Executive Director Deputy Managing Director (Finance)	บริษัท แล็คโพลี จำกัด
คุณ อรรณพ สกนธวัฒน์	เจ้าหน้าที่บัญชีและการเงิน	บริษัท แล็คโพลี จำกัด
คุณ ชวัญใจ วิชรปรีชานนท์	Manager, Treasury Department	Shinawatra Group
คุณ นัญชา ศรีบรรณศิริ	Manager, Treasury Department 2	Shinawatra Group
คุณ สุทธิภาส พินนสุ	Treasury Department 2	Shinawatra Group

ภาคผนวก ข

คำจำกัดความของสมาชิกประเภทต่าง ๆ ของ National Futures Association

□ Futures Commission Merchant (FCM)

บุคคล หรือองค์กรที่เสนอหรือยอมรับคำสั่งซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า หรือ Commodity Options และได้รับเงิน หรือสินทรัพย์อื่นจากลูกค้าอันเนื่องมาจากคำสั่งซื้อขายดังกล่าว ทั้งนี้ FCM ต้องจดทะเบียนกับ Commodity Futures Trading Commission

□ Introducing Broker (IB)

บริษัท หรือบุคคลที่เสนอและยอมรับคำสั่งซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าจากลูกค้า โดยที่ไม่รับเงิน, หลักทรัพย์, หรือทรัพย์สินอื่นจากลูกค้า ทั้งนี้ IB ต้องจดทะเบียนกับ Commodity Futures Trading Commission และ ต้องทำธุรกรรมทั้งหมดผ่าน FCM ด้วยความโปร่งใส

□ Commodity Pool Operators (CPO)

บุคคล หรือองค์กรที่จัดการหรือเสนอกองทุนสำหรับลงทุนร่วมกันในการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า โดยที่กองทุนในกิจการนี้ได้มาจากกลุ่มบุคคลที่มีจุดประสงค์เดียวกัน คือ ต้องการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า หรือ Commodity Options โดยทั่วไป CPO ต้องจดทะเบียนกับ Commodity Futures Trading Commission

□ Commodity Trading Advisor (CTA)

บุคคลที่เป็นผู้แนะนำแก่ผู้อื่น ในเรื่องการประเมินมูลค่าหรือความเหมาะสมของการซื้อ/ขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า หรือ Commodity Options ทั้งนี้ อาจจะเป็นการแนะนำโดยตรงหรือโดยอ้อม และอาจจะเป็นการแสวงหากำไร หรือมีจุดประสงค์เพื่อได้รับการทดแทนอื่นๆ โดยทั่วไป CTA จะต้องจดทะเบียนกับ Commodity Futures Trading Commission

□ Leverage Transaction Merchant (LTM)

บริษัทหรือบุคคลที่เป็นคนกลางในการทำธุรกรรมประเภท Leverage Contracts ทั้งนี้ LTM ต้องจดทะเบียนกับ Commodity Futures Trading Commission

□ Associated Person (AP)

บุคคลที่เป็นผู้เสนอคำสั่งซื้อขายของตนเอง, ของลูกค้า หรือกองทุนของลูกค้าในนามของ FCM, Introducing Broker, Commodity Trading Advisor, Commodity Pool Operator

หรือ Leverage Transaction Merchant; และรวมถึงผู้ที่จดทะเบียนกับ Commodity Futures Trading Commission

แหล่งที่มา: *An Introduction to National Futures Association, National Futures Association, 1990.*

บรรณานุกรม

Bangkok Post. March 25, 1998 and June 12, 1998, Newspaper.

Black, D., Success and Failure of Futures Contracts: Theory and Empirical Evidence. New York : New York University, 1980.

Brady Commission, "Report of the Presidential Task Force on Market Mechanism", 1988.

Commodity Futures Trading Commission (CFTC), "Fiscal Report on Stock Index Futures and Cash Market Activity during October 1987 to the U.S. Commodity Futures Trading Commission". The Division of Economic Analysis and the Division of the Trading and Markets, 1988.

Carlton, D.W., "Futures Markets: Their Purpose, Their History, Their Growth, Their Successes and Failures", Journal of Futures Markets 4 (3) 1984.

Chicago Board of Trade, CBOT Dow Jones Industrial Average Futures and Futures Options.

Chicago Board of Trade, Commodity Trading Manual, 1976.

Chicago Board of Trade, Commodity Trading Manual, 1994.

Chicago Mercantile Exchange, Annual Report, 1996.

Chicago Mercantile Exchange, Membership and Its Privileges at the CME, 1996.

Chicago Mercantile Exchange, To Get Started Trading CME Interest Rate Products.

Commodity Futures Trading Commission, Annual Report, 1997.

Commodity Futures Trading Commission, International Regulation of Derivative Markets, Products and Financial Intermediaries, 1996.

Commodity Futures Trading Commission, International Regulation of Derivative Markets, Products and Financial Intermediaries, 1996

Commodity Futures Trading Commission, Ministry of International Trade and Industry, Ministry of Agriculture, Forestry and Fisheries and Financial Services Authority, Tokyo Commodity Futures Markets Regulators' Conference 1997.

Corcoran, A.M. and Lawton J.C., "Regulatory Oversight and Automated Trading Design : Elements of Consideration", Journal of Futures Markets 3 (2) 1993.

Duffie, D., Futures Markets, Prentice-Hall, 1989.

Fenn, G.W. and Kupiec, Paul H., "Prudential Margin Policy in a Futures-Style Settlement System", Journal of Futures Markets, 13 (4) 1993.

Fischel, Daniel R. and Grossman, Sanford J., "Customer Protection in Futures and Securities Markets", Journal of Futures Market 4 (3) 1984.

Hull, John C., Introduction to Futures & Options Markets, (2nd edition) 1995.

Fishe, Raymond P.H., Goldberg, Lawrence G., and Others, "Margin Requirements in Futures Markets: Their Relationship to Price Volatility", Journal of Futures Markets, 10 (5) 1990.

Ito, T. and Folkerts-Landau, D., "International Capital Market Developments, Prospects and Key Policy Issues", World Economic and Financial Surveys, International Monetary Fund, September 1996.

JP Morgan, Global Futures and Options Guide, 1997.

Kalavathi, L. and Shanker, L., "Margin Requirements and the Demand for Futures Contracts", Journal of Futures Markets, 11 (2) 1991.

Kane, E. "Regulatory Structure in Futures Markets Jurisdictional Competition Between the SEC, the CFTC, and Other Agencies", Journal of Futures Markets, 4 (4) 1984.

Kolb, R.W., Understanding Futures Markets, Blackwell Publishers, 1996.

Kupiec, Paul H. "Futures Margins and Stock Price Volatility: Is there Any Link?", Journal of Futures Markets, 13 (6) 1993.

Kupiec, Paul H. "The Performance of S&P 500 Futures Product Margins Under the Span Margining System", Journal of Futures Markets, 14 (7) 1994.

Ma, C.K.; Rao, R.P. and Sears, R.S. "Volatility, Price Resolution, and the Effectiveness of Price Limits", Journal of Financial Services Research, 9 (4) 1989.

National Futures Association, A Decade of Self-Regulatory Achievement, 1993.

National Futures Association, An Introduction to National Futures Association, 1993.

Pliska, Stanley R. and Shalen, C.T. "The Effects of Regulations on Trading Activity and Return Volatility in Futures Markets", Journal of Futures Markets, 11 (2) 1991.

Pirong, Craig. "Market Liquidity and Depth on Computerized and Open Outcry Trading Systems: A Comparison of DTB and LIFFE Bund Contracts", Journal of Futures Markets, 6 (5) 1986.

